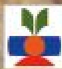
د. حيدر يونس الموسوي



المصارف الإسلامية

اداءها المالي واثاراها في سوق الأوراق المالية



اليازوري

د. حيدر يونس الموسوي
المصارف الإسلامية
اداءها المالي واثاراها في سوق الأوراق المالية



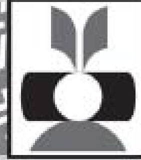
اليازوري

أدائها المالي وأثرها في سوق
الأوراق المالية

المصارف الاسلامية

أدائـها المالي وأثرها في سوق
الأوراق المالية





اصدار -2019

رقم الايداع:2009/7/3299

التحــريـــــر : هيئـة تحـريــر
تصميم الغلاف : نضال جمهور
الصف والإخراج : سامي أبو سعدة
الطبعة : مطبعة رشاد برس -بيروت



اليازوري
دار اليـــازوري العلمية للنشر والتوزيع

عمان-العبدلي-مقابل مجلس النواب
هاتف:4626626 6 962+ **تلفاكس: 4614185 6 962+**
ص.ب:520646 **الرمز البريدي: 11152**
www.yazori.com **info@yazori.com**

المصارف الإسلامية

– أداؤها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية –

الدكتور

حيدر يونس الموسوي

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿ يَٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُواْ لَا تَأۡكُلُواْ ٱلرِّبَوٰٓاْ أَضۡعَٰفٗا مُّضَٰعَفَةٗۖ وَٱتَّقُواْ ٱللَّهَ لَعَلَّكُمۡ تُفۡلِحُونَ ١٣٠ ﴾ [آل عمران]

الإهداء

إلى..... أساتذتي الأفاضل في جميع مراحل دراستي.....

إلى..... أستاذي الفاضل وأخي الكبير -الأستاذ الدكتور نوري الخاقاني-

إلى..... والدي ووالدتي براً واحتراماً .....

إلى..... زوجتي الغالية وولدي ليث.....

إلى..... جميع من شاركني كتابة هذا النتاج العلمي.....

المحتويات

فهرست الجداول

فهرست الأشكال البيانية

فهرست الملاحق

المقدمة

شهدت العقود الأربعة الأخيرة عدداً من التغيرات العالمية السريعة والمتلاحقة والعميقة في آثارها وتوجهاتها المستقبلية ، فالاقتصاد العالمي تحول إلى قرية صغيرة متنافسة الأطراف بفعل الثورة التكنولوجية والمعلوماتية وعمليات التحرر والانفتاح الاقتصادي التي تشهدها الأسواق العالمية، وأصبح هناك سوقٌ واحد والفاعلون في هذا السوق العالمي ليست الدول والحكومات فقط بل منظمات عالمية وشركات متعددة الجنسيات وتكتلات اقتصادية عملاقة. والكل يبذل قصارى جهده لاقتناص الفرص ومواجهة التحديات في إطار إزالة القيود بكل أشكالها وتحرير المعاملات في ظل آليات السوق، وفي ظل هذه التطورات العالمية الكبيرة تسارع تطور فكرة المصارف الإسلامية، إذ يعد موضوع المصارف الإسلامية من الموضوعات الحديثة في العلوم المالية والمصرفية، وأصبحت هذه المصارف في ظل متطلبات العصر الحديث ضرورة اقتصادية لكل مجتمع إسلامي يرفض التعامل بالفائدة.

ورغم التحديات الجمة التي تعترض المعاملات المالية والمصرفية الاسلامية في الوقت الحاضر ،استطاعت هذه المؤسسات ان ترسي أسسها وتبني قاعدة راسخة في المعاملات المالية الدولية،إذ أصبحت المصارف الإسلامية أمراً واقعاً في الحياة المصرفية الدولية بعد أن شقت طريقها في بيئات مصرفية بعيدة في أسسها وقواعدها وآلياتها عن القواعد الإسلامية، وأثبتت هذه المصارف نجاحها في نظام رأسمالي سائد قامت فيه البنوك التقليدية على أساس واحد هو أسعار الفائدة.

إن عملية التحولات التي شهدها العالم في ظل التغيرات الدولية المعاصرة جعلت

كثيراً من الدول تفكر جدياً بضرورة تهيئة المستلزمات الضرورية لعملية التحول في الأنشطة الاقتصادية والمالية وإعادة النظر بآليات عمل المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية والتحول بها من المصارف اللاربوية المحدودة الإمكانات إلى مؤسسات شاملة متكاملة ذات محتوى مالي كبير وذات كفاءة عالية في تقديم الخدمات المصرفية المتطورة وهذا ما مكنها من ارتياد مختلف آفاق العمل المصرفي المتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية الغراء، واستطاعت تحقيق نجاحات ملموسة من خلال تقديمها لمجموعة من صيغ التمويل المصرفية الناجحة والمتميزة والبعيدة عن قاعدة الديون والربا التي ترتكز عليها أعمال المصارف التقليدية، فضلاً عن دخولها حيز الأسواق المالية من خلال بعض الأدوات المالية المتفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. ويعد النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية العامل الأبرز والمحدد الرئيسي لنجاح مسيرة هذه المصارف ومن ثم كان من الضروري للمصارف الإسلامية الخوض في الأسواق المالية بوصفها ذات منزلة وتحتل حيزاً كبيراً ومهماً في اقتصاد أي بلد، وتعد المرآة العاكسة لمدى تطور الجهاز المالي. وتأتي أهمية الأسواق المالية نظراً لما تضطلع به من وظائف وما تزاوله من أنشطة ، فهي تمثل حلقة من حلقات تطور النظام المالي في أي بلد.وقد تم اختيار الأردن والسعودية بوصفها أنموذجاً للدراسة وذلك بسبب التطور الكبير الذي يشهده اقتصاد هاتين الدولتين وخاصة في المجال المالي والمصرفي الإسلامي.

ويسعى هذا الكتاب إلى تحقيق جملة من الأهداف من أهمها:

1. بيان أهمية المصارف الإسلامية وآليات عملها، فضلاً عن بيان أهم صيغ التمويل الاستثماري فيها.
2. بيان العلاقة بين المصارف الإسلامية وسوق الأوراق المالية.

3. التعرف على واقع المصارف الإسلامية في بعض البلدان العربية ومنها (الأردن والسعودية) من خلال مؤشرات أدائها المالي.

4. التعرف على واقع سوقي الأوراق المالية الأردني والسعودي من خلال مؤشرات كل منهما.

5. قياس اثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوقي الأوراق المالية في الأردن والسعودية.

ولتحقيق تلك الأهداف تم تقسيم الكتاب إلى مقدمة وسبع فصول، تناول الفصل الأول منه المصارف الإسلامية من حيث نشأتها وأسسها النظرية، أما الفصل الثاني فتطرق إلى بيان البناء الهيكلي للأسواق المالية، في حين تناول الفصل الثالث منه المصارف الإسلامية والتحديات العالمية الجديدة، وقد جاء الفصل الرابع من الكتاب ليبين النشاط المصرفي الإسلامي في الأردن -النشأة والتطور-، وقد خصص الفصل الخامس منه لعرض النشاط المصرفي الإسلامي في السعودية -النشأة والتطور-، أما الفصل السادس من الكتاب فقد تناول تحليل سوق الأوراق المالية في الأردن والسعودية للمدة (1990-2007)، وقد ذهب الفصل السابع لقياس وتحليل أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوقي الأوراق المالية الأردني والسعودي للمدة (1990-2007).

الدكتور

حيدر يونس الموسوي

الفصل الأول

1

المصارف الإسلامية
-نشأتها وأسسها النظرية-

- مدخل تاريخي لنشوء المصارف الإسلامية
- ماهية المصارف الإسلامية وأهم أهدافها
- السمات المميزة للمصارف الإسلامية
- مصادر الأموال في المصارف الإسلامية
- صيغ التمويل في المصارف الإسلامية
- مؤشرات تقييم الأداء المالي للمصارف الإسلامية

المصارف الإسلامية

أولاً: مدخل تاريخي لنشوء المصارف الإسلامية

جاءت نشأة المصارف الإسلامية تلبية لرغبة المجتمعات الإسلامية في إيجاد صيغة للتعامل المصرفي بعيداً عن شبهة الربا ومن دون استخدام سعر الفائدة، إذ يعد تحريم الربا المسوغ الديني لنشوء المصارف الإسلامية،وان تحقيق الأهداف الاقتصادية في إطار الشريعة الإسلامية يعد بمنزلة المسوغ الاقتصادي لنشوئها.

ويعود ظهور المصارف الإسلامية إلى عام (1940) عندما أنشئت في ماليزيا صناديق للادخار تعمل من دون فائدة، وبعدها في أواخر الأربعينات بدأ التفكير المنهجي المنظم يظهر في الباكستان من اجل وضع تقنيات تمويلية تراعي التعاليم الإسلامية، غير أن هذا التفكير اخذ مدة طويلة ولم يجد له منفذاً تطبيقياً إلا في مصر مع بداية الستينات. فمدينة ميت غمر التابعة لمحافظة الدقهلية بجمهورية مصر العربية تعد المدينة الأولى التي شهدت ميلاد أول تجربة للمصارف الإسلامية وان كانت لم تستمر سوى بضع سنوات[1].

إذ بدأت التجربة في عام (1963) ثم ما لبثت أن انتهت في عام (1967) وقد تمثلت التجربة في إنشاء بنك الادخار المحلي وهو بنك محلي يعمل على وفق الشريعة الإسلامية – والتي لم يطلق عليها آنذاك اسم البنوك الإسلامية، لأن الظروف السياسية وقتها لم تكن تسمح بإطلاق مثل هذه الأسماء، إذ لم يكن البنك يدفع أي فوائد على الودائع وفي

---

(1) للمزيد أنظر:

– د. احمد النجار، حركة البنوك الأسلامية: حقائق الأصل وأوهام الصورة، الطبعة الاولى، شركة سبرينت، القاهرة– مصر، 1993، ص ص 59– 63.

الوقت نفسه لا يتعاطى أي فوائد على القروض التي يمنحها للمودعين وكان الهدف الرئيس من هذه التجربة تعبئة الجماهير الإسلامية لتشارك في عملية تكوين رأس المال الذي استخدم في تمويل المشروعات، أما توزيع العوائد على المساهمين فقد كان يقوم على أساس المشاركة في الربح والخسارة(1). وقد انشأ أول بنك إسلامي حكومي في مصر وهو بنك ناصر الاجتماعي الذي تأسس في عام 1971م ، إذ يقوم هذا البنك بأخذ الودائع ويستثمرها في المشروعات والمقاولات الصغيرة ويوزع أرباحها على المودعين بحسب حصة أموالهم في الاستثمار(2).

وجاء الاهتمام الحقيقي بإنشاء مصارف إسلامية تعمل طبقاً لأحكام الشريعة الإسلامية في توصيات مؤتمر وزراء خارجية الدول الإسلامية الذي انعقد في مدينة جدة في المملكة العربية السعودية عام 1972، إذ نصَّ على ضرورة إنشاء بنك إسلامي دولي(3).

ولم تأخذ المصارف الإسلامية طابعها الخاص بوصفها مؤسسات تمويل واستثمار إلا في أواسط السبعينات عندما اقر المؤتمر الثاني لوزراء مالية الدول الإسلامية المنعقد بجدة في عام 1974 إنشاء البنك الإسلامي للتنمية الذي باشر أعماله في عام 1975(4).

(1) د. منير ابراهيم هندي، ادارة الاسواق والمنشآت المالية،دار المعارف للنشر والتوزيع ، الاسكندرية- مصر، 2002، ص 245.

(2) عائشة الشرقاوي ، البنوك الإسلامية : التجربة بين الفقه والقانون والتطبيق ، المركز الثقافي العربي ، الدار البيضاء – المغرب ، 2000 ، ص67.

(3) للمزيد أنظر:

- د. صلاح محمد علي زين الدين، رؤية بعض الأكاديمين الألمان لواقع ومستقبل المؤسسات المالية الإسلامية، من بحوث المؤتمر السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الأسلامية، غرفة صناعة وتجارة دبي، دولة الأمارات العربية المتحدة، المجلد الرابع، 2005، ص1361.

(4) نوري عبد الرسول الخاقاني، المصرفية الأسلامية -الأسس النظرية ومشاكل التطبيق-، اطروحة دكتوراه، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، 2002، ص 134.

ليكون بذلك أول مؤسسة تمويلية دولية إسلامية في العالم، تهدف إلى دعم التنمية الاقتصادية والأجتماعية في دول العالم الإسلامي وتتقيد بأحكام الشريعة الإسلامية سواء في أهدافها وغاياتها أو في أساليبها ووسائلها[1]. ويتميز هذا البنك بأنه بنك حكومات لا يتعامل مع الأفراد في النواحي المصرفية، وأعقبه بنك دبي الإسلامي في عام 1975 ليصبح أول مصرف إسلامي ينشأه الأفراد، ثم توالى إنشاء المصارف الإسلامية حتى بلغ عددها (25) مصرفاً في نهاية عقد السبعينات وارتفع إلى (100) مصرف في نهاية عقد الثمانينات واستمرت وتيرة التوسع والانتشار للمصارف الإسلامية إلى أن وصل عام 1996 عدد المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية إلى 192 مصرفاً ومؤسسة تمويلية موزعة على (34) دولة[2].

ويبلغ عدد المصارف الإسلامية حالياً أكثر من (270) مصرفاً موزعة على مختلف أنحاء العالم بما فيها أوربا وأمريكا وتصل أموالها لأكثر من (260) مليار دولار، إذ استطاعت أن تعبئ كميات كبيرة من الأموال في شكل مساهمات أو ودائع استثمارية وبمعدل نمو يناهز بين (13–16 ٪)[3]، إضافة إلى عدد من فروع المعاملات الإسلامية

(1) محمد صلاح الصاوي، مشكلة الأستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام، دار الوفاء للنشر والتوزيع، المنصورة– جمهورية مصر العربية، 0199، ص 174.

(2) The International Association Of Islamic Banks, Directory Of Islamic Banks, directory of Islamic Banks and Financial Institutions, 1996, p9.

(3) للمزيد أنظر:

– صادق راشد الشمري، اساسيات الصناعات المصرفية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2008، ص 31.

– علاء الدين زعتري، المصارف الإسلامية في عصر العولمة،من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية (معالم الواقع وآفاق المستقبل)، غرفة صناعة وتجارة دبي، دولة الأمرات العربية المتحدة، المجلد الخامس، 2005، ص 1632.

التي افتتحت في البنوك التقليدية على مستوى العالم والتي تقدر بأكثر من 320 فرعاً بحجم رأس مال يقدر بمبلغ (200) مليار دولار.

وقد اتخذ انتشار المصارف الإسلامية أسلوبين متميزين تمثل الأول في إنشاء المؤسسات المصرفية الإسلامية جنباً إلى جنب مع البنوك التقليدية. أما الأسلوب الثاني فتمثل في إعادة هيكلة كاملة للجهاز المصرفي ليتمشى وأحكام الشريعة الإسلامية مع إلغاء البنوك التقليدية وهذا الأسلوب الأخير من التحول قد اتخذ بدوره طريقين مختلفين أيضاً تمثل الأول في التجربة الإيرانية التي قامت بتحويل كامل الاقتصاد الوطني بما فيه الجهاز المصرفي إلى نظام إسلامي شامل، والثاني في التجربة الباكستانية إذ تضمن اسلمة الاقتصاد اسلوباً تدريجياً إذ بدأ أولاً بأسلمة الجهاز المصرفي[1].

ثانياً : ماهية المصارف الإسلامية واهم أهدافها

أصبحت المصارف الإسلامية حقيقة واقعة ليس في حياة الأمة الإسلامية فحسب، ولكن في جميع بقاع العالم إذ هي منتشرة في معظم الدول، مقدمة لذلك فكراً اقتصادياً ذا طبيعة خاصة وقد أصبحت هذه المصارف واقعاً ملموساً وفعالاً تجاوز إطار التواجد لينفذ إلى آفاق التفاعل والابتكار والتعامل بايجابية مع مستجدات العصر التي يواجهها عالم اليوم الأمر الذي يدفعنا إلى التعرف على مفهومها والإحاطة بأهدافها.

---

(1) للمزيد ينظر:

- د. عبد الجبار حميد السبهاني، الوجيز في الفكر الأقتصادي الوضعي والإسلامي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الاردن ، 2001، ص 305.
- نوري عبد الرسول الخاقاني، المصرفية الإسلامية الاسس النظرية ومشاكل التطبيق، مصدر سبق ذكره، ص 125.

لقد عُرّف المصرف الإسلامي على أنه: (مؤسسة نقدية مالية تعمل على جذب الموارد النقدية من أفراد المجتمع وتوظيفها توظيفاً فعالاً يكفل تعظيمها ونموها في إطار القواعد المتفقة وأحكام الشريعة الإسلامية وبما يخدم شعوب الأمة ويعمل على تنمية اقتصادياتها)(1).

وعرف ايضاً بأنه: (مؤسسة مالية مصرفية، تزاول أعمالها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية)(2). كما عرف بأنه (منظمة إسلامية تعمل في مجال الأعمال بهدف بناء الفرد المسلم والمجتمع المسلم وتنميته وإتاحة الفرص المواتية لها للنهوض على أسس إسلامية تلتزم بقاعدة الحلال والحرام)(3). وعلى الرغم من وجود عدد من التعريفات للمصرف الإسلامي(4)، إلا انه يمكن تعريف المصرف الإسلامي على انه: المصرف الذي يلتزم بتطبيق أحكام الشريعة الإسلامية في جميع معاملاته المصرفية والاستثمارية من خلال تطبيق مفهوم الوساطة المالية القائمة على مبدأ المشاركة في الربح و الخسارة.

(1) محسن احمد الخضيري، البنوك الإسلامية، الطبعة الثالثة ، ايتراك للنشر والتوزيع، جمهورية مصر العربية ، 1999، ص 17.

(2) د. عبد الرزاق رحيم الهيتي، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 1998،ص 174.

(3) د. عبد العزيز شاكر الكبيسي، المصارف الإسلامية واهم التحديات المعاصرة، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية (معالم الواقع وآفاق المستقبل)، غرفة تجارة وصناعة دبي – الإمارات العربية المتحدة، المجلد الخامس، 2005، ص 1919.

(4) للمزيد أنظر:

- د. محمود عبد الكريم احمد رشيد، الشامل في معاملات المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى ، دار النفائس للنشر والتوزيع ، عمان – الأردن ، 2001، ص 12.
- د. فلاح حسن الحسيني و د. مؤيد عبد الرحمن الدوري ، إدارة البنوك – مدخل كمي واستراتيجي معاصر–، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان – الأردن ، 2003 ، ص45.

يتضح مما سبق إن هنالك اتفاقاً بين هذه التعريفات المتعددة على كون المصارف الإسلامية تقوم على أسس وقواعد الشريعة الإسلامية ومبادئها وعدم تعاملها بالفائدة (الربا) أخذاً وعطاءاً وبالشكل الذي تخدم من خلالها أعمالها ونشاطاتها المختلفة.

إن الرسالة التي يقدمها المصرف الإسلامي تنطلق من حاجة المجتمع الإسلامي في أن يجد ملاذاً للتعامل المصرفي والاستثماري بعيداً عن شبهة الربا أي عدم التعاطي بالفائدة اخذاً وعطاءاً وإنما تقديم حزمة من الخدمات والمنتجات المصرفية عن طريق جذب الودائع والمدخرات وتقديم آليات وأوعية استثمارية كفوءة لجذب هذه المدخرات وفي الوقت نفسه تتناسب والأسس أو القواعد الشرعية وان تتنافس في القطاع المصرفي وبإمكانها الدخول في السوق المالية.

إلا إن المتتبع للمصارف الإسلامية يجد إنها جاءت تلبية لرغبة المجتمعات التي تنشد التطور والنمو بغرض إيجاد قنوات وأوعية للتعامل المصرفي وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية وتطبيق أساليب المشاركة في الربح والخسارة في المعاملات والإلتزام بالأسس الاجتماعية والاستثمارية والتنموية مستندة إلى أسس الوساطة المالية وتطبيق القيم والأخلاق الإسلامية في العمل الإسلامي[1]. ثم إنها لا تقدم قروضاً نقدية أي لا تتاجر في الاستثمار مثل البنوك التقليدية وإنما تقوم بتوظيف الأموال بأشكال مختلفة من الاستثمار وتتحمل نتيجة هذا الأستثمار الربح أو الخسارة على وفق قاعدة الغنم بالغرم[2].

(1) د. صادق راشد الشمري، اساسيات الصناعات المصرفية الإسلامية، مصدر سبق ذكره، ص 35.

(2) د. محمد صفوت قابل، اثار تحرير الخدمات المالية على البنوك الإسلامية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الأسلامية (معالم الواقع وآفاق المستقبل)، غرفة تجارة وصناعة دبي – دولة الامارات العربية المتحدة، المجلد الخامس، 2005، ص 1814.

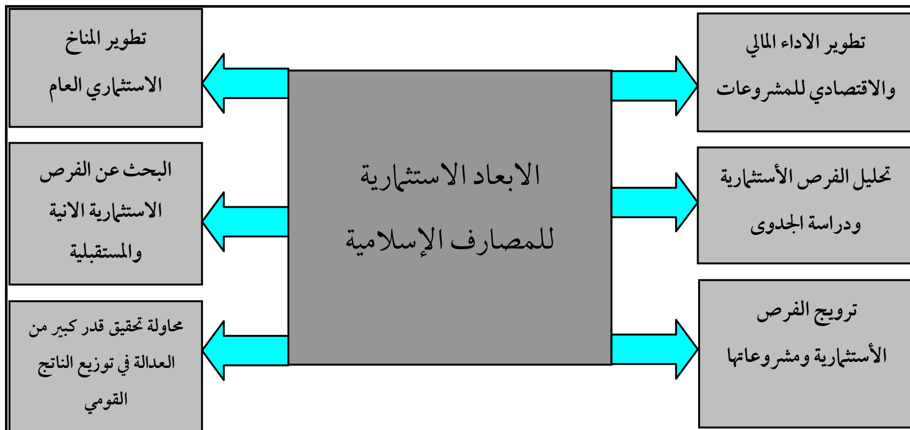
وفي إطار سعي المصارف الإسلامية إلى تحقيق أهداف النظام الاقتصادي الإسلامي القائم على أساس مبدأ الاستحقاق واستخدام الأموال في دعم التكافل الاجتماعي وتحقيق الرفاهية، فإن هذه المصارف تسعى إلى تحقيق أهداف رئيسة أهمها:

1- **الأهداف الاستثمارية**

تعمل المصارف الإسلامية على نشر وتنمية الوعي الإدخاري بين الأفراد وترشيد السلوك الانفاقي للقاعدة العريضة من الشعوب بهدف تعبئة الموارد الأقتصادية الفائضة ورؤوس الاموال العاطلة واستقطابها وتوظيفها في قاعدة اقتصادية سليمة ومستقرة ومتوافقة مع الصيغة الإسلامية وابتكار صيغ جديدة تتوافق مع الشريعة الإسلامية وتتناسب مع التغيرات التي تطرأ في السوق المصرفية العالمية، ولذا فإن للدور الاستثماري للبنوك الإسلامية ابعاداً متكاملة يمكن إن نوضحها من خلال الشكل الآتي:

شكل (1)

الأبعاد الاستثمارية للمصارف الإسلامية



المصدر : من عمل الباحث بالإستناد إلى الأهمية الاستثمارية للمصارف الإسلامية واهم أهدافها.

ووفقاً لهذا الإطار تتحدد معالم الأهداف الاستثمارية للمصارف الإسلامية في النواحي الآتية[1]:

أ. تحقيق زيادات متناسبة في معدل النمو الاقتصادي لتحقيق التقدم للأمة الإسلامية.

ب. تحقيق مستوى توظيفي مرتفع لعوامل الإنتاج المتوافرة في المجتمع والقضاء على البطالة.

ج. ترويج المشروعات سواء لحساب الغير أو لحساب المصرف الإسلامي ذاته أو بالمشاركة مع أصحاب الخبرة والقدرة الفنية.

د. توفير خدمات الاستشارات الاقتصادية والفنية والمالية والإدارية المختلفة.

هـ. تحسين الأداء الاقتصادي للمؤسسات المختلفة.

و. تحقيق العدالة في توزيع الناتج التشغيلي للإستثمار بما يسهم في عدالة توزيع الدخول بين أصحاب عوامل الإنتاج المشاركة في العملية الإنتاجية.

2- الأهداف التنموية

تعد من السمات الرئيسة المميزة للمصارف الإسلامية مساهمتها في تحقيق أهداف

(1) انظر في ذلك:

- د. مجيد جاسم الشرع، المراجعة عن المسؤولية الاجتماعية في المصارف الإسلامية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص ص5-20.

- د. محمد محمود العجلوني ، البنوك الإسلامية احكامها ومبادئها وتطبيقاتها المصرفية ، الطبعة الأولى ، دار االمسيرة للنشر والتوزيع ، عمان – الأردن ، 2008 ، ص114.

- جمال خريس وايمن ابو خضير و عماد خصاونة ، النقود والبنوك ، الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان – الأردن ،2002 ، ص89.

التنمية الاقتصادية، فالمصرف الإسلامي لا يستهدف تعظيم الأرباح فقط إنما هو ملزم بمراعاة ما يعود على المجتمع من منافع وما يلحق به من ضرر نتيجة قيامه بمزاولة أنشطته المختلفة[1]. إن معنى التنمية لابد إن يقترن بالجوانب الاجتماعية والاقتصادية، وهذا ما تتوخاه المصارف الإسلامية في نظرتها إلى التنمية وسلوكها مع المتعاملين. وتعد المصارف الإسلامية من أهم الأوعية التي تجمع المدخرات بغرض توجيهها للاستثمار والمساهمة الفاعلة في عمليات التنمية وبذلك فهي ترسم اهدافاً تمتد إلى آفاق بعيدة المدى في عملية تصحيح مسار الأقتصادات الإسلامية. ويؤكد الكتاب المسلمون إن الأهداف التنموية للمصارف الإسلامية تتمثل في سعيها إلى تحقيق الرفاه الاقتصادي وعدم وجود بطالة ومعدل امثل للنمو الاقتصادي ومن ثم خروجها من دائرة التبعية الاقتصادية والاجتماعية والسياسية فالنظام المصرفي قادر على حل مشكلات التنمية الاقتصادية بما ينسجم وعقيدة الأمة وتطلعاتها الحضارية، ويشكل حافزاً قوياً لبزوغ الطاقات الكامنة وتفجيرها في الدول الإسلامية وتأجيج روح الابتكار والإبداع من خلال نمط تنموي متميز يحقق التقدم والعدالة والاستقرار. ومن هنا فالمصارف الإسلامية ينبغي إن تكون أداة فاعلة للتنمية الاقتصادية في المجتمعات الإسلامية من خلال سعيها لتوفير مناخ مناسب لجذب رؤوس الأموال وإعادة توطين رؤوس الأموال الإسلامية داخل بلدانها، إضافة إلى التوظيف الفعال لمواردها خدمة للمجتمع الإسلامي[2].

---

(1) فادي محمد الرفاعي ، المصارف الإسلامية، تقديم ريمون يوسف فرحات ، الطبعة الأولى ، منشورات الحلبي، لبنان ، 2004 ، ص56.

(2) للمزيد انظر:

- عوف محمد الكفراوي ، البنوك الإسلامية :النقود والبنوك في النظام الإسلامي ، مركز الاسكندرية للكتاب ، مصر ، 2001 ، ص ص192-210.

3- الأهداف الاجتماعية

تسعى المصارف الإسلامية إلى الموازنة بين تحقيق الأرباح الاقتصادية من جهة وتحقيق الأرباح الاجتماعية من جهة أخرى فضلاً عن التوزيع العادل للدخل والثروة في المجتمع الإسلامي. إن المصرف الإسلامي وعن طريق صناديق الزكاة التي لديه يقوم برعاية أبناء المسلمين والعجزة وتوفير البيئة الملائمة لرعايتهم وإقامة المرافق الإسلامية العامة وتوفير سبل التعليم والتدريب للمسلمين وتقديم المنح الدراسية، ويعمل المصرف الإسلامي على إحياء فريضة الزكاة وإنعاش روح التكافل الاجتماعي بين أفراد الأمة الإسلامية مستخدماً في هذا المجال وسائل عدة من أهمها:

أ. العمل على إنشاء دور العلم التي تقدم خدماتها مجاناً للمسلمين.

ب. إنشاء المستشفيات والمعاهد العلمية والصحية.

ج. العمل على تنمية ثقة المواطنين بالنظام الاقتصادي الإسلامي بوصفه الطريق الأمثل للوصول إلى رفاهية الأمة وصلاحها.

د. زيادة التكاتف والتكافل بين أفراد الأمة الإسلامية عن طريق الزكاة.

هـ. ارتباط الأبعاد الاجتماعية للمصارف الإسلامية بالأبعاد الاقتصادية التنموية لهذه المصارف.

وهكذا نجد إن الأساس الاجتماعي الإيجابي في المصارف الإسلامية يسعى إلى تأكيد التوجهات الروحية في إقرار دور العمل ويضع رأس المال في موضعه الصحيح حيث ينبغي أن يكون خادماً ووسيلة يستطيع ان يجدها كل قادر على الأستثمار والإفادة منه. ولذا تكون مخرجات النظام المصرفي في هذه المصارف عبارة عن

برامج تربط الأهمية النسبية للمشروعات بتخصيص الموارد وهذا الأمر يقترن مع نظام المسؤولية الاجتماعية[1].

ومما سبق تتبين الاهداف التي تسعى المصارف الاسلامية الى تحقيقها ، ولكن في الواقع العملي لا نجد صدى واضح لهذه الاهداف وتطبيقها او السعي الى تطبيقها ، فمن الضروري للمصارف الاسلامية ترجمة هذه الاهداف النبيلة الى واقع ملموس في الحياة العملية ، إذ لم يذكر لحد الان أي احصائيات او تقارير عن برامج اجتماعية او تنموية اقامتها المصارف الاسلامية.

ثالثاً: السمات المميزة للمصارف الإسلامية

أصبحت المصارف الإسلامية واقعاً ملموساً تجاوز إطار التواجد خلال الربع الأخير من القرن العشرين واندفعت نحو آفاق التفاعل البناء مع مشكلات عصر الألفية الثالثة.

وتتميز المصارف الإسلامية بخصائص وسمات معينة وتمارس اعمالها المصرفية بأسلوب مختلف عن اعمال المصارف التجارية التقليدية، فالمصارف التجارية عبارة عن مؤسسات مالية تتعامل بالدين والائتمان.إذ إن الوظيفة الاساسية للمصرف التجاري ترتكز على الاستدانة والإقراض بالفائدة أو الربا عن طريق الأخذ والعطاء[2].

(1) د. مجيد جاسم الشرع، المحاسبة في المنظمات المالية – المصارف الأسلامية، الطبعة الاولى، اثراء للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2008، ص30.

(2) د. محمود حسن صوان، اساسيات العمل المصرفي الإسلامي، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان – الأردن ، 2001، ص90.

أما المصارف الإسلامية فأنها لا تتعامل بالربا مهما كانت صوره وأشكاله ايداعاً وإقراضاً واخذاً او اعطاءً، وهذه العلاقة المميزة بين المصرف الإسلامي وأصحاب الودائع لديه علاقة ليست قائمة على أساس دائن و مدين، بل هي علاقة مشاركة ومتاجرة تأخذ أشكال عدة من أهمها المضاربة أو المشاركة أو المتاجرة أو المرابحة في عمليات البيع والشراء.إن التزام المصارف الإسلامية بعدم التعامل بالربا هو الالتزام بهدي القرآن الكريم وقد ذكر ذلك في آيات قرآنية عدة مثل قوله تعالى: ﴿وَأَحَلَّ ٱللَّهُ ٱلْبَيْعَ وَحَرَّمَ ٱلرِّبَوٰاْ﴾ [البقرة:275]، وقوله تعالى: ﴿ يَـٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُواْ لَا تَأْكُلُواْ ٱلرِّبَوٰٓاْ أَضْعَـٰفًا مُّضَـٰعَفَةً ﴾ [آل عمران:130].

والربا هو الزيادة المطلقة في المال، وكلمة ربا يربو تعني زيادة الشيء ونموه ويقصد بالربا شرعاً فضل المال الذي لا يقابله عوض في معاوضة مال بمال، ويشمل الربا نوعين من التعامل احدهما في الديون والأخر في البيع بحسب رأي الفقهاء(1) ومن ثم فأن الربا -اياً كان ميدان التعامل به بمباشرته وارتياد طرقه وتداعيات تعاطيه- يتبدى من خلالها المرابي بمسلكه الدنيء، مخلفاً في ساحة تواجده واتخاذه وسيلة للكسب غير الشرعي كثيراً من المساوئ التي لم يفلح الاقتصاديون في معالجتها(2).

---

(1) للمزيد من التفاصيل ينظر:

- د. علي احمد السالوس، المعاملات المالية في ميزان الفقه الإسلامي ، الطبعة الاولى ، دار الأعتصام للنشر والتوزيع ، القاهرة-مصر ، 1987، ص ص10-16.

- محمد علي التسخيري، خمسون درساً في الأقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار المشرق للثقافة والنشر، ايران، 2003، ص ص291 – 293.

(2) د. ابراهيم عبد الرزاق الخولي، مشكلة المتأخرات في البنوك الإسلامية (دراسة فقهية مقارنة)، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية (معالم الواقع و آفاق المستقبل)، غرفة تجارة وصناعة دبي – الإمارات العربية المتحدة، المجلد الخامس، 2005، ص 1761.

ومما تقدم فإن المصارف الإسلامية تتسم ببعض السمات التي تميزها عن المصارف الأخرى. ومن أهمها:

1- الألتزام بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع اعمالها المصرفية، إذ تلتزم بتمويل الانشطة التي تدخل في دائرة الحلال وتتجنب الانشطة الأخرى الواقعة في دائرة التحريم لما فيها من أضرار خطيرة تلحق بالمجتمع مثل أنشطة صناعة الخمور وغيرها من الأنشطة غير الشرعية، فضلاً عن عدم التعامل بالفائدة أو أي نشاط ينطوي على ربا أو غش أو احتكار أو استغلال لحاجة الناس(1).

2- تستمد المصارف الإسلامية إطارها الفكري الاقتصادي من نظرية الاستخلاف، إذ تقوم هذه النظرية على أساس إن الله هو خالق هذا الكون وان الملكية الموجودة في هذا الكون هي لله وحده فهو مالك الملك، أما الإنسان فهو مستخلف في هذه الأرض ومن ثم فأن ملكية البشر للمال ليست ملكية أصلية ولكنها مكتسبة بالإستخلاف وان حيازتهم له مرتبطة بشروط هذا الاستخلاف التي حددها سبحانه في القرآن الكريم، قال الله تعالى: ﴿وَأَنفِقُواْ مِمَّا جَعَلَكُم مُّسْتَخْلَفِينَ فِيهِ﴾ [الحديد:7]، وقوله جل وعلا: ﴿وَيَسْتَخْلِفَكُمْ فِي ٱلْأَرْضِ فَيَنظُرَ كَيْفَ تَعْمَلُونَ ١٢٩﴾ [الأعراف].

3- إن المصارف الإسلامية تبذل قصارى جهدها من اجل تعبئة أقصى قدر من الأدخارات المكتنزة مستندة بذلك إلى الشريعة الإسلامية التي تحرم الأكتناز وتحاربه

(1) للمزيد ينظر:

- عبد الحليم محمود كراجة، محاسبة البنوك، الطبعة الأولى ، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان – الاردن ، 2000، ص 21.
- د. محمود حسن صوان، اساسيات العمل المصرفي الإسلامي، مصدر سابق ذكره، ص 92.

-لما يتضمنه الأكتناز من عدم الأنتفاع من الموارد- بهدف تأمين الانتفاع الاقتصادي من الموارد وبما يحقق عائداً لأصحابها وللمجتمع والأقتصاد ككل عند تجميعها واستخدامها في تمويل النشاطات الاقتصادية[1] .

4- تعمل المصارف الإسلامية جاهدة في تقديم اقصى المنافع للمجتمع من خلال قيامها بالأعمال والنشاطات والخدمات التي من شأنها إفادة المتعاملين معها والمساهمين فيها فضلاً عن إفادة المجتمع من خلال تطبيق روح الشريعة الإسلامية وأهدافها السامية مما يضفي على هذه المصارف الطابع الاجتماعي.

5- تتجه المصارف الإسلامية نحو توفير التمويل اللازم للنشاطات الاقتصادية الأكثر أهمية للمجتمع بصورة عامة وانعكاس ذلك على تنمية القطاعات الاقتصادية وتطويرها في شتى المجالات وبالشكل الذي يقود إلى تطوير الاقتصاد الوطني وتنميته.

6- لا يعد الربح الهدف الأساسي الوحيد الذي تسعى المصارف الإسلامية إلى تحقيقه من خلال الأنشطة التي تزاولها رغم انه يبقى هدفاً اساسياً لها بوصفها مؤسسات مالية ومصرفية اقتصادية إلا أن الأهداف الأساسية الأخرى والمتمثلة في العمل على تطوير الاقتصاد وتنميته وخدمة المجتمع يجعل هدف تحقيق الربح احد الأهداف الأساسية التي تسعى إلى تحقيقها ولكنه ليس الهدف الأساسي الوحيد.

رابعاً : مصادر الأموال في المصارف الإسلامية

تقوم المصارف الإسلامية على أساس المشاركة في الأرباح والخسائر لمصادر

(1) د.محمود حسن صوان ، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي –دراسة مصرفية تحليلية مع ملحق بالفتاوى الشرعية- ، الطبعة الثانية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان – الأردن ، 2008 ، ص93.

واستخدامات الأموال، ومصادر الأموال في المصارف الإسلامية تقسم على مصادر داخلية واخرى خارجية وكالآتي:

أ- **المصادر الداخلية**: وهذه المصادر تنقسم على:

1- **رأس المال المدفوع**: يعد رأس المال المدفوع أهم الموارد الداخلية أو الذاتية للمصرف الإسلامي ويشكل جانباً اساسياً في جملة موارده، ويمثل رأس المال المدفوع الأموال التي تجمع من مؤسسي المصرف عند بدء تكوينه[1]، وأي أضافات أو تخفيضات في المستقبل.

ومما تجدر الإشارة إليه إن المساهمين في المصارف الإسلامية لا يشتركون في الإدارة ولا يضمنون أي التزام إلا بقدر أسهمهم، والأموال التي دفعوها أصبحت ملكاً للشركة التي لها ذمة مالية مستقلة عن ذممهم ولذلك لا يجوز التمايز بالأسهم[2]، ويلعب رأس المال المدفوع دوراً تأسيسياً في إنشاء المصرف من خلال توفير جميع المستلزمات الأولية اللازمة للبدء في ممارسة المصرف اعماله كذلك يقوم بدور تمويلي في السوق المصرفية لتغطية الأحتياجات التمويلية لعملاء المصرف سواء أكانت قصيرة الأجل أو متوسطة وحتى طويلة الاجل.

2- **الاحتياطي العام**: يحدد النظام الأساسي لكل مصرف إسلامي كيفية تكوين

(1) د. نعمة الله نجيب و د. محمود يونس ود. عبد النعيم مبارك، مقدمة في اقتصاديات النقود و الصيرفة والسياسة النقدية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الأسكندرية – مصر، 2001، ص 231.

(2) علي محيي القرة داغي، الأسس الشرعية لتوزيع الخسائر والأرباح في البنوك الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 255، 2002، ص 29.

الاحتياطي العام وذلك بأن يحدد النسبة الواجب اقتطاعها من صافي الأرباح السنوية لترحل للاحتياطي العام، ويعد الاحتياطي العام من الموارد الداخلية أو الذاتية الواضحة الأهمية بالنسبة إلى موارد المصارف الإسلامية، والاحتياطي العام ينقسم على قسمين أساسيين هما: الأول احتياطي قانوني يكون ملزماً بتكوينه بحكم القانون والثاني احتياطي خاص يقوم المصرف بتكوينه اختيارياً يهدف منه إلى دعم المركز المالي وزيادة ثقة العملاء بالمصرف. ويطلق عادة على رأس المال والاحتياطي تعبير (الحسابات الرأسمالية)[1].

3- **الأرباح المحتجزة أو المدورة**: يحدد النظام الأساسي للمصرف الإسلامي واستناداً إلى ما يقرره مجلس إدارة المصرف في نهاية كل سنة مالية وبعد تصديق جمعيته العمومية وذلك بالموافقة على مقدار الأرباح التي تحتجزها وتدور إلى الأعوام اللاحقة وبإمكان المصرف إضافتها إلى الاحتياطي العام أو تتخذ لزيادة رأس مال المصرف، وتعد هذه الأرباح غير الموزعة مورداً ذاتياً من موارد المصرف الإسلامي.

4- **المخصصات**: وهي مبالغ يتم تكوينها خصماً من حسابات الأرباح والخسائر أي بالتحميل على تكاليف التشغيل (مصروفات المصرف) بغض النظر عن نتيجة نشاط المصرف وذلك لمواجهة التزام مؤكد الوقوع مثل استهلاك أو تجديد

(1) للمزيد انظر:

- صلاح الدين حسن السيسي، الأدارة العلمية للمصارف التجارية وفلسفة العمل المصرفي المعاصر، الطبعة الاولى، دار الوسام للطباعة والنشر، بيروت – لبنان ، 1997، ص 64.

- د. ناظم محمد الشمري ، النقود والمصارف، اصدارات جامعة الموصل، 1988، ص 124.

النقص في قيمة الأصول. وترتبط فكرة تكوين المخصصات بإظهار المركز المالي في صورة عادلة وقريبة من الحقيقة وتكوين المخصصات لايتم فقط لمواجهة ما يتوقع من تدهور في نسبة توظيف واستثمارات المصرف بل يمتد ايضاً لمواجهة أخطار المصرف للوفاء بالألتزامات نيابة عن عملائه تجاه الآخرين مثل خطابات الضمان و بعض أنواع الاعتمادات وغيرها من الالتزامات. ومن ثم نستطيع القول بأن حقوق الملكية في المصرف الإسلامي وحتى في المصرف التقليدي تشتمل على المصادر الآتية:رأس مال المدفوع والاحتياطات بأنواعها والأرباح المحتجزة أو المدورة والمخصصات. وتمثل حقوق الملكية مصدراً مهماً من مصادر الأموال للمصارف الإسلامية نظراً لكونها مصدراً مستقلاً غير خاضع لخاصية عدم التأكد أو مخاطرة السحب الفجائي مثل المصادر الأخرى.

ب- **المصادر الخارجية**: وهذه المصادر تنقسم بدورها على الأقسام الآتية:

1- **الودائع تحت الطلب**: وتسمى ايضاً بالحسابات الجارية أو حسابات الائتمان، إذ تقوم المصارف الإسلامية بتقديم هذه الخدمة إلى عملائها من الأفراد و الشركات دون تقييد هذه الودائع بأي قيد سواء عند السحب أو الإيداع وهي بدورها لا تشارك بأي نسبة في أرباح الأستثمار ولا تتحمل أي مخاطر[1].

وتتضمن احكام الودائع تحت الطلب في البنوك الإسلامية الآتي[2]:

(1) للمزيد انظر:

- د.جميل سالم الزيدانين ، ادارة المؤسسات المالية المتخصصة ، الطبعة الثانية ، دار زهران للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 1995، ص ص94– 93.

(2) يوسف حسين عاشور ، إدارة المصارف الإسلامية ، الطبعة الثانية ، فلسطين ، 2003 ، ص100

أ- لا تستحق هذه الودائع أية أرباح ولا تتحمل أي خسائر.

ب- يضمن البنك الإسلامي كامل قيمة الوديعة.

ج- يفوض المودع البنك بحرية التصرف بالوديعة ما دام ضامناً لها.

د- للمودع حرية سحب جزء أو كامل قيمة الوديعة متى شاء.

هـ- للمودع حق استخدام هذا الحساب الجاري في تسوية التزاماته المادية.

و- لا يجوز للمودع سحب مبالغ اكبر من قيمة رصيد الوديعة.

ويرجع أصل هذه الحسابات الجارية إلى خدمة العملاء الذين يقومون بأعمال اقتصادية وخدمية متنوعة تحتاج إلى التعامل بالشيكات وإلى تسوية التزاماتهم المالية بطريقة مصرفية سريعة ومضمونة مع احتفاظهم بالسيولة التي لديهم في مكان آمن خشية السرقة و الضياع، ومثل هذه الحسابات في حركة مستمرة وعلى درجة عالية من السيولة، وتقوم المصارف الإسلامية باستثمار أرصدة الحسابات الجارية (حسابات الائتمان)، فضلاً عن ضمانها وتكون عوائد مثل هذه الحسابات خالصة للمصرف الإسلامي ولا يجوز دفع أي مبلغ يزيد عن أرصدة هذه الحسابات لأصحابها لأنها قرض، وأيما قرض جرَ منفعة لصاحبه (المودع) فهو ربا، فضلاً عن ذلك فأن المبلغ المودع في حساب الائتمان يصبح ملكاً للمصرف، إذ تنتقل ملكية المال من المودع (المقرض) إلى المصرف الإسلامي، ويعد هذا المال ديناً في ذمة المصرف نحو صاحب المال، وإذا حدثت خسارة فإن المصرف يتحملها بالكامل لأنه ضامن للمال الذي هو دين في ذمته للمودعين، أما في حالة الربح فيحصل عليه المصرف بالكامل وذلك

استناداً إلى القاعدة الفقهية التي تنص «إن الخراج بالضمان» ويقصد بهذا القول إن من ضمن أصل شيء جاز له أن يحصل على ما يولده من منافع أو إيرادات.

2- **الودائع الادخارية:** ويطلق عليها احياناً حسابات الاستثمار المشترك، إذ تقبل المصارف الإسلامية الودائع الادخارية النقدية من المودعين بغية استثمارها وتوقع معهم عقداً للمضاربة ويكون المصرف في هذه الحالة المضارب والمودعون هم أرباب المال وقد تكون المضاربة مطلقة مثلما في حسابات الاستثمار العام أو حسابات الاستثمار المشترك، وتشارك أموال المودعين في هذه الحسابات في صافي النتائج الكلية لعمليات الاستثمار المشترك دون ربطها بمشروع استثماري معين، ويحصل أصحاب الودائع الادخارية على دفاتر توفير، إذ يسلم المصرف الإسلامي لكل مودع في هذه الحسابات دفتر توفير خاص به. وبموجب هذه الخدمة يحصل المصرف الإسلامي على تفويض من العميل باستثمار وتشغيل أمواله و المضاربة فيها ويحصل العميل على عائد غير ثابت يتناسب ومبلغ الوديعة و مدة استثمارها[1].

3- **الودائع الاستثمارية أو حسابات الاستثمار المخصص:** إذ تقبل المصارف الإسلامية الودائع النقدية من المودعين لغايات الأستثمار المخصص في مشروع محدد أو استثمار لغرض معين، ويوقع بموجبه المصرف الإسلامي عقداً

(1) للمزيد انظر:

- د. خالد امين عبد الله و د. حسين سعيد سعيفان، العمليات المصرفية الإسلامية –الطرق المحاسبية الحديثة –، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2008، ص37.
- د. محمود حسن صوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، مصدر سبق ذكره، ص 122.

للمضاربة المقيدة بحيث يكون المصرف هو المضارب والمودعون في حسابات الاستثمار المخصص هم أرباب المال ويقوم المصرف بتشغيل هذه الودائع الاستثمارية بحسب الاتفاق وعلى ضمانة أصحابها الذين يتحملون مخاطر الاستثمار التي قد تحدث خلال المدة الاستثمارية للمشروع، وفي حالة الربح المتحقق فأنه يوزع بين أصحاب الودائع و المصرف المضارب وفقاً إلى النسب المتفق عليها التي تحدد مسبقاً عند فتح الحساب، أما في حالة حدوث خسارة فسيتحملها أصحاب حسابات الاستثمار المخصص بالكامل بشرط عدم تقصير المصرف الإسلامي أو تعديه.

4- **ودائع المؤسسات المالية الإسلامية**: انطلاقاً من مبدأ التعاون بين المصارف الإسلامية، تقوم عدد من المصارف الإسلامية التي لديها فائض في الأموال بإيداع تلك الأموال في المصارف الإسلامية التي تعاني من عجز في السيولة النقدية، ويكون الإيداع في صورة ودائع استثمارية تأخذ عنها عائداً غير ثابت أو في صورة ودائع جارية لا تستحق عليها عائداً.

5- **شهادات الإيداع**: تعد شهادات الإيداع احد مصادر الأموال متوسطة الأجل في المصارف الإسلامية ويتم إصدار تلك الشهادات بفئات مختلفة لتناسب مستويات دخول المودعين كافة، وتتأرجح مدة الشهادة بين (1 -3) سنوات. وتستخدم أموال تلك الشهادات في تمويل مشروعات متوسطة الأجل ويتم توزيع العوائد شهرياً تحت حساب التسوية النهائية أو يتم توزيع العائد في نهاية المدة[1].

(1) د. عبد الرحمن يسري احمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية – مصر، 2001، ص 352.

6- **صناديق الاستثمار**: تمثل صناديق الاستثمار أوعية استثمارية تلبي متطلبات المودعين في استثمار أموالهم على وفق المجالات التي تناسبهم سواء الداخلية منها أو الخارجية بما يحقق لهم عوائد مجزية، ويقوم المصرف بأختيار احد مجالات الأستثمار المحلية والدولية وينشئ لهذا الغرض صندوقاً يطرحه للإكتتاب العام على المستثمرين ويقوم المصرف بأخذ نسبة شائعة من الربح مقابل إدارته للصندوق وعادة ما يتم توكيل إحدى الجهات المختصة بهذا النشاط لإدارة الصندوق مقابل مبلغ معين(1).

7- **وحدات الثقة**: وتعد هذه الخدمة من الخدمات المصرفية المهمة حديثة النشأة التي تعد مجالاً استثمارياً مهماً ويتم من خلالها جمع المدخرات من الجمهور بصيغة خدمات غير ايداعية يتم توظيفها في مجالات أسواق الأوراق المالية ويقوم المصرف بأخذ نسبة محددة من الربح في هذا المجال وعادة ما يتم تحديد جهة تقوم بإدارة مثل هذا النشاط(2).

8- **صكوك الاستثمار**: ظهر الاهتمام بتوفير بديلٍ مناسبٍ للسندات الربوية في المؤتمر العلمي الأول للاقتصاد الإسلامي عام 1976، ثم تبعته محاولات عدة منها محاولة الدكتور سامي حمود في بحثه (سندات المقارضة) الذي قدمه ضمن مشروع إنشاء المصرف الإسلامي بالأردن عام 1987، وكان المقصود من هذه

(1) انظر في ذلك:

- د. احمد بن حسن الحسني، صناديق الأستثمار، دراسة وتحليل من منظور الأقتصاد الإسلامي، الأسكندرية – مصر، 1999، ص 24.

(2) د. صادق راشد الشمري، اساسيات الصناعات المصرفية الإسلامية، مصدر سبق ذكره، ص 48.

المحاولات إيجاد البديل الإسلامي لسندات القرض التي تقوم على أساس الفائدة الربوية[1].

وتعرف صكوك الاستثمار على إنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في وحدات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الأكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من اجله[2].

وقد خطت كثير من الدول الإسلامية خطوات كبيرة في إصدار صكوك الاستثمار الشرعية بأشكالها المختلفة ومن أشهر هذه التجارب[3]: التجربة التركية والتجربة الماليزية والتجربة البحرينية.

ومما سبق نستطيع القول إن الموارد المالية للمصارف الإسلامية شبيهة بالموارد المالية في المصارف التجارية من حيث مصادرها الرئيسة ولكن الاختلاف يكون في العوائد وأدوات الأستثمار وتحمل المخاطر، فالمودع المستثمر في المصرف التقليدي يضمن له

---

(1) د. وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، صكوك الأستثمار الشرعية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، غرفة تجارة وصناعة دبي – دولة الأمارات العربية المتحدة، المجلد الثالث، 2005، ص 907.

(2) هيأة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (17)، "صكوك الاستثمار"، المنامة، 2003، ص 310.

(3) للمزيد من التفاصيل انظر:

–AL – Amine, M.M, "The Islamic Bonds Market; Possibilities and Challenges", International Journal of Islamic Financial Services, Vol.3 No. 1, 2001, P.27.

– احمد بن حمد الخليل، الأسهم والسندات واحكامها، الطبعة الأولى، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الدمام – السعودية، 2003، ص ص22 – 10.

المصرف الوديعة مع الفوائد المستحقة في نهاية المدة، ولكن المستثمر في المصارف الإسلامية يتوقع الربح أو الخسارة و لا يضمن له المصرف أصل الوديعة ولا عوائدها.

خامساً: صيغ التمويل في المصارف الإسلامية

مما لاشك فيه ان المصارف تعد من بين أهم المؤسسات المالية ، ولها دور أساسي في تدعيم الحركات المالية والتجارية وتطويرها شكلاً وعمقاً في الأسواق المالية كافة وفي تنمية الحياة الاقتصادية بجميع أشكالها من التجارية والصناعية والزراعية والمهنية وغيرها، فضلاً عن تقديم الخدمات والتسهيلات لتحقيق أهدافها الرئيسة.وبما إن هناك مجموعة من الخدمات المصرفية التي تقدمها المصارف التقليدية لا تتفق وطبيعة ومبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها، لذا كان لابد من السعي لإيجاد بدائل أو أساليب تمويلية جديدة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

واستناداً للأهداف والمبادئ التي تسعى المصارف الإسلامية إلى تحقيقها والسير على نهجها فأن أساليب التمويل والاستثمار ينبغي أن لا يكون هدفها الأسمى تحقيق الأرباح فقط، وإنما لتحقيق الأهداف الاجتماعية والتنموية ايضاً. وفيما يأتي عرض لأهم أساليب أو صيغ التمويل في المصارف الإسلامية.

أ- صيغة التمويل بالمضاربة

تعد صيغة المضاربة من أساليب الأستثمار المهمة في النظام المالي الإسلامي المعاصر،إذ إن هذه الصيغة تتميز بكفاءة وفاعلية عالية وتعمل على تجميع المدخرات ووضعها في أيدي أصحاب الكفاءة والمهارة بهدف تنميتها[1].

(1) د. قيصر عبد الكريم الهيتي، اساليب الأستثمار الإسلامي وأثرها في الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار رسلان للنشر والتوزيع، دمشق – سوريا، 2006، ص 78.

والمضاربة هي شركة بين العمل ورأس المال[1] يتفقان على اقتسام الأرباح عند تحقيقها بنسبة محددة أما في حالة الخسارة فيخسر العامل جهده ويخسر صاحب رأس المال ماله، ويستند هذا التقسيم إلى القاعدة التي تنص على ان الربح على شرط المتعاقدين والوضيعة (الخسارة) على المال. وقد تطور عقد المضاربة في المصارف الإسلامية ليتخطى المضاربة المفردة المباشرة إلى المضاربة المشتركة، إذ يُعد المودعين (المدخرين) جميعهم أرباب المال والمصرف هو العامل، ومن ثم يقوم المصرف بإعطاء المال إلى من يعمل به وفي هذه الحالة يصبح المصرف هو صاحب المال ومن ينميه مضارباً، و تكون الاطراف المشتركة في اسلوب المضاربة هي:

- المدخرون.
- المصرف.
- المضاربون.

إذ يلعب المصرف دور الوساطة المالية فيكون مضارباً بالنسبة للمدخرين من جهة، ويكون صاحب المال بالنسبة للمضاربين من جهة أخرى.إن نجاح عقد المضاربة – بوصفه بديلاً عن النظام الربوي التقليدي في تنمية جميع المفاصل الأقتصادية– مرتبط اساساً بتعزيز عامل الثقة والأمانة بين الأطراف الثلاثة ومن ثم فهو مرتبط بفرض شروط ائتمانية بين الأعضاء الثلاثة وهي:

(1) للمزيد انظر:

- د. رشدي شحاتة ابو زيد، شركة المضاربة في احكام الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الاولى، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية – مصر، 2008، ص138

1. أن يسعى المصرف جاهداً إلى توفير مناخ مناسب لعقود المضاربة مع عملائه.

2. أن تكون للمصرف الحرية الكاملة في التصرف بالودائع.

3. مراقبة المصرف بدقة لأوضاع السوق كالعرض والطلب وتقلبات الأسعار.

4. تجزئة رؤوس أموال المضارب على مدد للتأكد من أمانة المضارب وجديته وإتقانه في العمل.

5. أن تكون للعامل (المضارب) خبرة في مجال التجارة والصناعة والاستثمار ووضع الأسواق المالية ومؤشراتها.

6. يشترط المصرف على العامل (المضارب) تزويده بالمعلومات كافة عن سير عملية المضاربة.

وهناك صور شائعة تمارسها المصارف الإسلامية للتمويل بأسلوب المضاربة ومن أبرزها[1]:

1. قيام المصرف الإسلامي بتمويل صفقة بضائع يرغب العميل في شرائها سواء داخل البلد أو خارجه ويدفع المصرف ثمن هذه البضائع بالكامل ويقوم العميل من جانبه بكافة الأعمال اللازمة لإتمام الصفقة غير المالية.

2. قيام المصرف بتقديم المبالغ اللازمة لتنفيذ مقاولة أسندت إلى احد عملائه ويقوم العميل من جانبه بتنفيذ الأعمال اللازمة كافة لانجاز العملية.

(1) محمد احمد سراج، النظام المصرفي الإسلامي، دار الثقافة للنشر والتوزيع، القاهرة- مصر، 1989، ص 264.

3. القيام بإيداع جزء من أموال المصرف الإسلامي لدى مصارف إسلامية أخرى لتضارب بها.

4. قيام المصرف بتمويل مشاريع استثمارية مثل إنشاء مصنع أو ورشة أو إقامة مستشفى أو غيرها من المشاريع بمبالغ يقدمها المصرف، ويقوم المضاربون الذين يكونون عادة من المهنيين المختصين بتولي تشغيل المشروع وكل ما يتعلق بالإدارة.

ب- صيغة التمويل بالمشاركة

تستخدم المصارف الإسلامية أسلوب التمويل بالمشاركة بصفته اسلوباً فعالاً ومتميزاً مقارنة بما تقوم به المصارف التقليدية. وتقوم هذه الصيغة في التمويل على أساس اتفاق بين المصرف الإسلامي وطالب التمويل (صاحب المشروع) ويقدم فيه كلا الطرفين جزءاً من رأس المال وبهذا فإن صيغة المشاركة تشبه إلى حد ما صيغة المضاربة، ولكن ما يميز صيغة المشاركة هو اشتراك الطرفين (المصرف الإسلامي وصاحب المشروع أو صاحب طلب التمويل) في تمويل المشروع ويتم توزيع نصيب المال من الربح على الطرفين وبحسب نسب التمويل، وفي حالة الخسارة يتحملها الطرفان وبحسب نسب التمويل ايضاً[1]. وهذا النوع من صيغة التمويل تنطبق عليه شركة العنان المتفق على جوازها[*] التي هي (أن يشترك اثنان فأكثر بماليهما ليعملا فيه

(1) د. محمد عبده محمد مصطفى، رأس المال المخاطر – استراتيجية مقترحة للتعاون بين المصارف الإسلامية–، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، غرفة صناعة وتجارة دبي – دولة الأمارات العربية المتحدة، المجلد الخامس، 2005، ص 1589.

(*) يميز فقه المعاملات بين اربعة انواع من الشراكة هي: المفاوضة والعنان والأبدان أو الصنايع والوجوه، ولكن شركة العنان تعترف بها المذاهب الفقهية كافة وهي الأكثر شيوعاً. انظر في ذلك: د.محمد شيخون، المصارف الإسلامية: دراسة في تقييم المشروعية الدينية والدور الاقتصادي والسياسي، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان– الأردن، 2002، ص122.

ببدنيهما، وربحه بينهما، شرط أن يكون الربح أكثر من ماله)[1]. وتتعدد أشكال التمويل بالمشاركة بحسب أهدافها، والمدة الزمنية لكل شكل منها ومن أهم هذه الأشكال[2]:

1. **المشاركة الدائمة**: إذ يقوم المصرف الإسلامي بالمساهمة في رأس المال لأحد المشاريع الإنتاجية أو الخدمية مما يترتب عليه أن يكون المصرف شريكاً في ملكية المشروع ومن ثم في إدارته والإشراف عليه، فيستحق بذلك كل واحد من الشركاء نصيبه من الأرباح إن حصلت ويتم ذلك بحسب الاتفاق ، أما في حالة الخسارة فتوزع هذه الخسارة كل بحسب مساهمته في رأس المال.

2. **المشاركة المتناقصة المنتهية بالتمليك**: وهي نوع من صيغ المشاركة تقوم بين المصرف و العميل الذي يكون من حقه أن يحل محل المصرف في ملكية المشروع أما بقيام العمل بتسديد المبلغ دفعه واحدة أو على دفعات وبحسب الشروط المتفق عليها بين الطرفين وطبيعة العملية التمويلية[3].

ويتم هذا النوع من التمويل على أساس عقد شراكة (Partnership Contract) بين المصرف بوصفه الشريك الممول بجزء من رأس المال والعميل بوصفه شريكاً ممولاً للجزء الآخر من إجمالي التمويل بالإضافة إلى تقديمه الجهد والعمل لإدارة المشروع وتنفيذه، واستناداً إلى هذا العقد من الشراكة تتناقص حصة المصرف في الشراكة بصورة تدريجية كلما

(1) منصور بن يونس بن ادريس البهوتي، كشاف القناع عن متن الامتناع، تحقيق محمد امين الضناوي، عالم الكتب، بيروت – لبنان، 1997، 3/ 497.

(2) د. محمود حسن صوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، مصدر سبق ذكره، ص ص145 – 146.

(3) د. وهبة مصطفى الزحيلي، صيغ التمويل والأستثمار، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، غرفة صناعة وتجارة دبي – الأمارات العربة المتحدة، المجلد الثالث، 2005، ص 1046.

قام العميل بتسديد حصص متزايدة من أصل مبلغ تمويل المصرف للمشروع، وفي نهاية الأمر يصبح طالب التمويل أو الشريك متملكاً للمشروع بصورة كاملة(1).

ج- صيغة التمويل بالمرابحة:

تعد المرابحة من أهم القنوات الاستثمارية في المصارف الإسلامية، وبيع المرابحة هو بيع سلعة ما بما قامت به على بائعها مضافاً إليه ربح متفق عليه بينهما(2).

أما المرابحة المصرفية فهي صيغة تمويل طورتها المصارف الإسلامية مبنية على صيغة العقد المذكور أعلاه إلا أنها تتضمن أيضا الأمر بالشراء والوعد بالشراء، إذ يأمر العميل المصرف بشراء سلعة ما لنفسه ويعده بشرائها منه بثمن مؤجل مع الربح. والمرابحة بهذه الطريقة تسمى المرابحة للآمر بالشراء، وقد وجدت هذه الصيغة طريقها وانتشار تطبيقها في المصارف الإسلامية عقب قرار قانون البنك الإسلامي الأردني في عام 1978، الذي احتضن هذه الصيغة. وقد عقد مؤتمر المصرف الإسلامي الأول في دبي عام 1979 تحت عنوان (بيع المرابحة)(3).

وللمرابحة شروط أساسية أهمها(4):

---

(1) د. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، التمويل بالمشاركة في المؤسسات المالية الإسلامية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، غرفة صناعة وتجارة دبي – الإمارات العربية المتحدة، المجلد الرابع، 2005، ص ص1164 – 1170.

(2) د. محمد علي القري، مرابحات السلع الدولية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، غرفة صناعة وتجارة دبي – الأمارات العربية المتحدة، المجلد الرابع، 2005، ص 1535.

(3) فياض عبد المنعم حسنين، بيع المرابحة في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة – مصر، 1996، ص 26.

(4) د. محمد سليمان الأشقر، بيع المرابحة كما تجريه البنوك الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 1995، ص ص5 – 8.

1. أن يكون الثمن الأصلي معلوماً لطرفي العقد وبالأخص للمشتري الثاني، وكذلك ما يحمل عليه من تكاليف أخرى.

2. أن يكون الربح معلوماً، سواء كان مقداراً أو نسبة من الثمن الأول.

3. لا يصح بيع النقود والمرابحة بمثلها ، ولا يجوز بيع السلعة بمثلها.

4. أن يكون العقد الأول صحيحاً، وذلك لأن بيع المرابحة مرتبط بالعقد الأول.

وفي مجال العمل المصرفي فإن بيع المرابحة يتميز بحالتين:

الحالة الأولى: وهي الوكالة بالشراء مقابل أجر، فمثلاً يطلب العميل من المصرف الإسلامي شراء سلعة معينة ذات أوصاف محددة، بحيث يدفع ثمنها إلى المصرف مضافاً إليه اجر معين، مع مراعاة خبرة المصرف في القيام بمثل هذا العمل.

الحالة الثانية: قد يطلب العميل من المصرف الإسلامي شراء سلعة معينة محددة الأوصاف بعد الاتفاق مع المصرف على تكلفة شرائها ثم إضافة ربح معلوم عليها، ويتضمن هذا النوع من التعامل وعداً من العميل بشراء السلعة بحسب الشروط المتفق عليها، ووعداً آخر من المصرف بإتمام هذا البيع طبقاً للشروط ذاتها.

وقد أثبتت دراسات كثيرة بأن صيغة التمويل بالمرابحة تعد من أكثر الصيغ استخداماً في المصارف، إذ أثبتت إحدى الدراسات على المصارف الإسلامية في دول إسلامية مختارة إن قيمة المرابحة كنسبة من إجمالي التمويل الذي تقدمه المصارف الإسلامية بلغت (96٪، 51٪، 44٪، 18٪، 54٪، 61٪، 85٪) في مصارف دول (البحرين و بنغلاديش والأردن وماليزيا وتونس وتركيا والإمارات العربية المتحدة)

على التوالي(1).

ويرجع عدد من الباحثين ظاهرة إفراط المصارف الإسلامية في استخدام صيغة المرابحة على حساب صيغة التمويل بالمضاربة والمشاركة إلى المخاطر الائتمانية العالية المرتبطة بالمضاربة والمشاركة خاصة مع عدم وجود الضمان،فضلاً عن ضعف كفاءة المصارف الإسلامية في مجال تقييم المشروعات وتقنياتها(2).

د- صيغة التمويل بالسلم

بيع السلم هو شراء سلعة ما بثمن مدفوع في الحال مع تأجيل تسليمها، ولكلمة السلم أو السلف لهما معنى واحد وهو تقديم رأس المال أي دفع الثمن للسلعة فوراً أو عاجلاً وتأجيل تسليمها إلى وقت لاحق أو أجل معين.

ويعد بيع السلم عكس البيع بثمن مؤجل وقد عرفه الفقهاء بأن (بيع آجل بعاجل)، وللسلم أركان ثلاثة هي(3):

1. **العاقدان**: ويشمل المشتري (المسلم) و البائع (المسلم إليه).
2. **المعقود عليه**: ويشمل رأس مال السلم و المسلم فيه فالأول هو الثمن والثاني هو المبيع.
3. **الصيغة**: وهو ما ينعقد به هذا العقد من كلام دال عليه.

(1) للمزيد انظر:

- لوقا اريكو وميترا بخش، النظام المصرفي الإسلامي، قضايا مطروحة بشأن قواعد التنظيم الأحترازي والمراقبة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الأقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، المجلد (13)، 2001، ص 60.

- S. Haron, A Comparative study of Islamic Banking Practices, J. KAU: Islamic Economic, Vol. 10, 1998, P.48.

(2) طارق الله خان و حبيب احمد، إدارة الخطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جده – المملكة العربية لسعودية، 2003، ص 70.

(3) محمد صلاح الصاوي، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام، مصدر سبق ذكره، ص 250.

وهناك شروط يجب توافرها في بيع السلم هي :

1- **شروط تتعلق برأس المال: وتتضمن[1]:**

أ. أن يكون رأس المال معلوم الجنس والقدر والنوع والصفات عند إبرام العقد.

ب. أن يسلم رأس المال في مجلس العقد.

2- **شروط تتعلق بالمسلم فيه (السلعة) وتتضمن[2]:**

أ. أن يكون من جنس معلوم.

ب. أن يكون ديناً في ذمة المسلم إليه.

ج. أن يكون الأجل معلوماً.

د. أن يتم تحديد مكان التسليم.

هـ. أن يكون معلوم النوع إذا كان للجنس الواحد أكثر من نوع.

و. أن يكون معلوم المقدار بالكيل أو الوزن أو العد أو غيرها.

وبهذا فإن هذه الصيغة من التمويل يتم فيها تسليم المنتوج في المستقبل ولذا فإنها تتلاءم مع حالات التمويل الزراعي بشكل خاص، إذ يمكن للمصرف الإسلامي أن يتفق مع المزارع لاستلام منتجاته الزراعية في المستقبل ويقوم بدفع الثمن المتفق عليه معجلاً.

(1) زكريا محمد الفالح القضاة، السلم والمضاربة من عوامل التيسير في الشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 1989، ص 85

(2) عبد العزيز الخياط، عقد السلم والتطبيق المصرفي، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد (2)، العدد (4)، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية في عمان،الأردن، 1994، ص 60.

غير إن تطبيق المصارف الإسلامية لعقد السلم في التمويل الزراعي يتم بصورة تحوله إلى تسليف بسعر فائدة ثابت ومحدد مسبقاً وذلك بواسطة ترتيب خاص إضافته هذه المصارف على بيع السلم وأسمته إزالة الغبن(1). إذ إن عدم التماثل بين سعر المبيع عند التعاقد وسعره عند الأستحقاق يسمى غبناً(2).

ولصيغة التمويل بالسلم فوائد اقتصادية كبيرة من أهمها مساعدة الحكومة بتمويل المزارعين وصغار الحرفيين بشراء السلع التي ينتجونها فيستخدمون هذا الثمن في تحسين إنتاجهم، إضافة إلى إمكانية استخدام عقد السلم إلى جانب عقود الأستصناع لغرض تطوير أسواق مستقبلية إسلامية.

هـ- صيغة التمويل بالإستصناع

يعني الاستصناع في اللغة: ان يطلب شخص من اخر ان يصنع له شيئاً ما، واستصنع الشيء أي طلب صنعه، ويمكن تعريف الاستصناع بأنه: عقد بين طرفين يقوم احدهما (الصانع) بموجب هذا العقد بصنع شيء محدد الجنس والصفات (بشكلٍ يمنع أي جهالة مفضية للنزاع) للطرف الآخر (المستصنع) على إن تكون المواد اللازمة للصنع من عند الصانع وذلك مقابل ثمن معين يدفعه المستصنع إلى الصانع اما حالاً او مقسطاً او مؤجلاً(3). ويشمل هذا التعهد كل مراحل الانتاج ولا يشترط في الأستصناع

(1) نوري عبد الرسول الخاقاني، المصرفية الإسلامية، مصدر سبق ذكره، ص 163.

(2) محمد علي يوسف، تطبيق قاعدة إزالة الغبن في التمويل بصيغة السلم، مجلة المصرفي، العدد (13)، بنك السودان – الخرطوم، 1997، ص 12.

(3) د. محمود حسين الوادي و د. حسين محمد سمحان، المصارف الإسلامية –الأسس النظرية والتطبيقات العملية –، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان – الأردن، 2008، ص191.

ان يقوم الطرف المتعهد بتنفيذ العمل المطلوب بنفسه، إذ بأمكانه ان يعهد العمل إلى جهات اخرى لتنفيذه ولكن تحت اشرافه ومسؤليته.

ومن الناحية الفقهية فالإستصناع هو عقد على مبيع في الذمة مطلوب عمله على وجه مخصوص[1]. وهناك شروط عامة يجب ان تتوافر في صيغة الاستصناع من اهمها[2]:

1. ان يكون المعقود عليه معلوماً ببيان جنسه ونوعه وقدره.
2. ان يكون الأستصناع مما يجري فيه التعامل بين الناس.
3. ان يحدد فيه الاجل.
4. يجوز في عقد الأستصناع تأجيل الثمن كله أو تقسيطه إلى أقساط معلومة لآجال محددة ويظهر من تعريف عقد الأستصناع وشروطه ان هذه العقود خاصة بالسلع الصناعية والتي تنتج فقط عندما يكون هناك طلب محدد وخاص بها مثل صنع الأثاث أو إنشاء المباني والجسور او السفن أو غيرها.

وتهدف المصارف الإسلامية من صيغة التمويل بالأستصناع إلى دعم جهود التنمية الصناعية في الدول الإسلامية وزيادة قدراتها التنافسية. إضافة إلى إمكانية تمويل إنتاج السلع الرأسمالية كالمعدات والآلات وأجهزة الاتصالات وغيرها من السلع الرأسمالية الضخمة.

(1) علاء الدين ابي بكر بن مسعود الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، دار الكتاب العربي، بيروت – لبنان، 1982، ص 5/ 2.

(2) للمزيد انظر:

- تجربة بنك دبي الإسلامي في البيوع، بحث مقدم في المؤتمر الدولي للبنوك الإسلامية، صنعاء – اليمن، 1996، ص 12.
- نوري عبد الرسول الخاقاني، المصرفية الإسلامية، مصدر سبق ذكره، ص 172.

و- صيغة التمويل بالإجارة

أدى التطور التكنولوجي السريع في الدول المتقدمة إلى تطوير نطاق النظام التمويلي للمصارف التقليدية وتوسيعه لتتمكن من منح التسهيلات الائتمانية لرجال الأعمال الراغبين في الحصول على الآلات والمعدات الحديثة ومن هنا نشأت الحاجة إلى الإجارة أو التأجير لمواكبة هذه التطورات ومن ثم أصبحت الأجارة من الصيغ التي تم تكييفها شرعياً لتوائم عمليات التمويل في المصارف الإسلامية. وتعرف الأجارة بالأصطلاح الفقهي بأنها بيع المنفعة المعلومة بعوض معلوم(1). وللاجارة اربعة اركان هي العاقدان والصيغة والاجرة والمعقود عليه(2). وتصنف الأجارة إلى ثلاثة انواع هي(3):

1. الاجارة (التأجير) المنتهية بالتمليك.
2. التأجير التمويلي.
3. التأجير التشغيلي.

وتعد صيغة التأجير المنتهية بالتمليك هي الصيغة السائدة في المصارف الأسلامية - قدر تعلق الامر بعقد الاجارة - وهو تطبيق خاص لعقد الاجارة ويتميز بأنه ينتهي

(1) د. اسماعيل ابراهيم البدوي، التوزيع والنقود في الأقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، الطبعة الأولى، مجلس النشر العلمي في جامعة الكويت، الكويت، 2004، ص 38.

(2) محمد عبد العزيز حسن،الإجارة بين الفقه الإسلامي والتطبيق المعاصر،الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي،القاهرة– مصر، 1996،ص16.

(3) للمزيد انظر:

- محمد عمر شابرا، نحو نظام نقدي عادل، الطبعة الثالثة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة – مصر، 1992، ص 224.
- عبد الوهاب ابو سليمان، عقد الاجارة، مصدر من مصادر التمويل الإسلامية – دراسة فقهية مقارنة، الطبعة الاولى، البنك الإسلامي للتنمية، جده – المملكة العربية السعودية، 1992، ص99.

بأنتقال ملكية المال المأجور إلى المستأجر فيصبح مالكاً له[1]. اذ يقوم المصرف بشراء المنشآت والمعدات الضخمة ومن ثم القيام بتأجيرها للعملاء مع وعد من هؤلاء العملاء بشراء تلك المنشآت أو المعدات في مقابل اقساط دورية إلى ان يتم سداد ثمن الشراء الأصلي وتحقيق عائد مناسب للمصرف في نهاية المدة المتعاقد عليها، فتؤول ملكية المعدات والمنشآت إلى المستأجر وهناك مآخذ شرعية ترد على التطبيق العملي لصيغة التمويل بالأجارة المنتهية بالتمليك ومضمونه يدور حول حقيقة الوعد ببيع السلعة إلى المستأجر في نهاية مدة الاجارة هل هو مجرد وعد؟ أو هو بيع في الحقيقة، إذ ان البيع في جوهره يستوجب نقل ملكية المبيع فإذا تخلف نقل الملكية بطل عقد البيع[2].

وهناك صيغ اخرى للتمويل في المصارف الإسلامية مثل المساقاة والمزارعة والبيع بالاجل والقرض الحسن والجعالة[3].

(1) د. ابراهيم الدسوقي ابو الليل، الايجار المنتهي بالتمليك في القانون الوضعي والفقه الإسلامي، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، غرفة صناعة وتجارة دبي - الامارات العربية المتحدة، المجلد الثالث، 2005، ص 1137.

(2) محمد سيف الدين حجازي، نظرة فقهية للبيوع والايجارات في الشريعة الإسلامية، بحث مقدم في المؤتمر الدولي للبنوك الإسلامية، صنعاء – اليمن، 1996، ص 30.

(3) للمزيد انظر:

- د. عبد الله بن ابراهيم الموسى، التمويل بين العينة والتورق، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، غرفة صناعة وتجارة دبي، الإمارات العربية المتحدة، المجلد الرابع، 2005، ص ص1273 – 1285.
- د. عبد الرحمن يسري احمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الدار الجامعية الاسكندرية– مصر،2001، ص ص 352– 360.
- د. عبد الله بن سليمان الباحوث، الأثار الاقتصادية للتورق المصرفي المنظم، من بحوث المؤتمر السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، غرفة صناعة وتجارة دبي، الامارات العربية المتحدة، المجلد الرابع، 2005، ص ص1251 – 1255.

سادساً: مؤشرات تقييم الأداء المالي للمصارف الإسلامية

يشير الأداء المالي إلى العملية التي يتم من خلالها اشتقاق مجموعة من المعايير أو المؤشرات الكمية والنوعية حول نشاط أي مشروع اقتصادي يسهم في تحديد اهمية الانشطة التشغيلية والمالية للمشروع، وذلك من خلال معلومات تستخرج من القوائم المالية ومصادر اخرى لكي يتم استخدام هذه المؤشرات في تقييم الاداء المالي للمنشآت[1].

وتشغل عملية تقييم الاداء المالي في المصارف حيزاً واسعاً من لدن اصحاب المصالح ومن بينهم المالكون والمودعون والمقرضون لما لهذه العملية من اهمية في ابراز الوضع المالي لهذه المصارف ومن ثم المساعدة في عملية اتخاذ القرارات.

ان عملية تقييم الاداء المالي في المصارف التقليدية باستخدام النسب المالية لا يختلف عنه في المصارف الأسلامية من ناحية الالية والقياس، إذ تعد النسب المالية من اهم الادوات التي تعتمد عليها الادارات في تحليل القوائم المالية للوقوف عند مدى سلامة المركز المالي وربحية المؤسسات فضلاً عن كونها الركيزة الأساسية في عملية التخطيط. وتعد النسب المالية محاولة لايجاد العلاقة بين معلومتين خاصتين بالمركز المالي للمنشأة، فهي تقوم بتزويد الاطراف ذات العلاقة بطريقة افضل لفهم ظروف المنشأة ولا يتطلب حساب النسب المالية إلا قدراً محدداً من المهارة والمقدرة، اما تحليل وتفسير تلك النسب فيعد الحجر الأساس والمحك الرئيسي في التمييز بين المحلل المالي الكفء والمحلل المالي

(1) – د. عبد الله بن سليمان الباحوث، الأثار الاقتصادية للتورق المصرفي المنظم، من بحوث المؤتمر السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، غرفة صناعة وتجارة دبي، الامارات العربية المتحدة، المجلد الرابع، 2005، ص ص1251 – 1255.

الأقل كفاءة(1). وهناك مؤشرات اساسية لتقييم الاداء المالي للمصارف مثل مؤشرات القيمة المضافة(2)، ومؤشرات النسب المالية ولكن لأهمية النسب المالية في تقييم الأداء المالي فقد اقتصرنا على بيان هذه المؤشرات. ويعد استخدام النسب المالية في التحليل المالي من اهم الوسائل التي تساعد الادارة على معرفة وضع سيولة المصرف وموقف الاموال المتاحة للتوظيف ، فضلاً عن ملاءة رأس المال والربحية في هذه المصارف(3). وتعرف النسب المالية بأنها علاقة رياضية تقوم بالجمع بين رقمين هما البسط والمقام، وهذه العلاقة لا تكون ذات دلالة إلا في حالة مقارنتها بالنسب المالية للمصرف المعني ولسنوات سابقة أو مقارنتها بنسب حالية لمصارف اخرى(4). وهنالك عدد كبير من النسب المالية التي تستخدم في تقييم الأداء المالي للمصارف كافة، وبذلك تتعدد الخيارات في اختيار النسب المالية وذلك تبعاً لطبيعة التقييم وظروفه والأهداف المراد الوصول اليها(5).

ويمكن ترتيب النسب المالية بوصفها مؤشرات لتقييم الاداء المالي للمصارف الأسلامية إلى تصنيفات عدة هي:

أ- نسب السيولة (Liquidity Ratios)

وهي تلك النسب التي تقيس مقدرة المؤسسات المصرفية على الوفاء بالالتزامات

(1) د. منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية – مصر، 2004، ص 73.

(2) Richard, L., Corporate strategy, 2 Edition,Pearson Education Limited, New York, U.S.A s, 2000, P. 260

(3) د.زياد سليم رمضان و محفوظ احمد جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2003، ص270.

(4) David, F.,Concepts of strategic Management, 8th Edition, Prentice – Hall, 2001, P141.

(5) Macmenamin. J.، Financial Management, First Edition، Rutledge, 1999, P.294

قصيرة الأجل مما لديها من نقدية، وتعد نسب السيولة من الأهمية بمكان للأدارة المصرفية والمودعين والملاك والمقرضين. إذ يتوجب على المصارف توفير جزء من مواردها يكون على شكل نقد سائل لمواجهة توقع حدوث سحب كبير من لدن المودعين قد يعجز المصرف المعني عن مواجهته فيما اذا توسع في سياسات الاستثمار والاقراض[1].

وتعد السيولة من بين اهم السمات الحيوية التي تتميز بها المصارف بصورة عامة والمصارف الأسلامية على وجه التحديد عن الوحدات الاقتصادية الاخرى ففي الوقت الذي تستطيع فيه الوحدات الأقتصادية تاجيل الوفاء بما عليها من مستحقات مالية لبعض الوقت، فإن مجرد اشاعة عدم توافر سيولة لدى المصرف كفيلة بان تفقد ثقة المودعين مما يؤدي بهذه المصارف إلى الافلاس بعد سحب الودائع من لدن المودعين. وهناك مؤشرات كثيرة للسيولة من اهمها[2]:

1- نسبة الاحتياطي القانوني (٪) = $\frac{\text{الأرصدة لدى المصرف المركزي}}{\text{إجمالي الودائع}} \times 100$

2- نسبة السيولة القانونية (٪) = $\frac{\text{النقدية + شبه النقدية}}{\text{إجمالي الودائع}} \times 100$

3- نسبة النقدية إلى إجمالي الموجودات(٪) = $\frac{\text{النقدية + المستحق على المصرف}}{\text{إجمالي الموجودات}} \times 100$

(1) صلاح الدين حسن السيسي، الادارة العلمية للمصارف التجارية وفلسفة العمل المصرفي المعاصر، الطبعة الاولى، دار الوسام للطباعة والنشر، بيروت – لبنان، 1997، ص 34.

(2) انظر في ذلك:

- Santomero, A.,"Financial Innovation and Bank risk taking, Journal of economic behavior and organization,Vol.3,1998,p.32.
- Bates, Timpthy, and William Bedford, " An analysis to the portfolio behavior of Balk- Owned commercial Bank", Journal of finance, No. 3, June - 1996, p. 756.

ب- نسب الربحية (Profitability Ratios)

تعكس نسب الربحية الاداء الكلي للمؤسسات والشركات ، إذ يعد الـربح المحـور الاساسي في قيام كثير من الانشطة الاقتصادية[1]، ومن دون الربحية لا تستطيع المنشآت جذب أي مستثمر -سـواء الـداخلي ام الخـارجي- ومـن ثـم فـأن المُـلاك والممـولين سيتحولون إلى أنشطة ومنشآت أخرى[2].

وتبين هذه النسب مدى قدرة المصارف على توليد الأرباح من العمليات التي تقوم بها ولا تقتصر أهمية هذه المجموعة من النسب عـلى الإدارة فقـط بـل هـي تهـم أيـضا المودعين والملاك والمقرضين، فالأرباح التي تحققها المصارف تعد من أهم العوامل التي تؤثر في ثروة الأفراد (المودعين)، فضلاً عن إن هذه المؤشرات تعد من أهم المـؤشرات المالية التي تستخدم في تقييم الأداء المالي للمصارف وتمكن من قياس قـدرة المـصارف على تحقيق عائد نهائي صافي من الأموال المستثمرة[3].

وتتضمن نسب الربحية مؤشرات عدة من أهمها[4]:

1- معدل العائد على الودائع (٪) = $\frac{\text{صافي الأرباح (بعد خصم الضرائب)}}{\text{إجمالي الودائع}} \times 100$

(1) د. محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيـع، عـمان-الأردن، 2007، ص115.

(2) د. مصطفى كمال السيد طايل، القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية، مطبعة غباشي، طنطا – مصر، 2006، ص9.

(3) د. فائق جبر النجار، قياس كفاءة الأداء للمؤسسات المالية المصرفية الإسـلامية، مجلـة البنـوك في الأردن، جمعيـة البنوك الأردنية، المجلد الخامس والعشرون، العدد الأول، عمان – الأردن، 2006، ص 39.

(4) د. كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغـراض الاسـتثمار، الطبعـة الأولى، المكتـب الجـامعي الحـديث، الاسكندرية – مصر، 2006، ص ص214-215.

$$2-\text{معدل عائد السهم}\ (\%) = \frac{\text{صافي الأرباح}}{\text{عدد الأسهم}} \times 100$$

$$3-\text{نسبة هامش الربح}\ (\%) = \frac{\text{هامش الربح}}{\text{إجمالي الموجودات}} \times 100$$

$$4-\text{نسبة العائد على الموارد}\ (\%) = \frac{\text{صافي الأرباح}}{\text{إجمالي الودائع + حق الملكية}} \times 100$$

$$5-\text{معدل العائد على حق الملكية}\ (\%) = \frac{\text{صافي الأرباح}}{\text{حق الملكية}} \times 100$$

$$6-\text{معدل العائد على رأس المال المدفوع}\ (\%) = \frac{\text{صافي الأرباح (بعد الضرائب)}}{\text{رأس المال المدفوع}} \times 100$$

ج- **نسب ملاءة رأس المال** (Solvency Indicators Ratios)

تبين ملاءة رأس المال في أي مصرف مدى توافر الأموال لمواجهة احتياجات المصرف من الأصول الثابتة فضلاً عن مواجهة المخاطر المحتملة من استخدام الأموال، لذا فإن الحفاظ على ملاءة رأس المال في أي مصرف يعد من الأمور الضرورية لزيادة ثقة المودعين[1].

وتبوب نسب ملاءة رأس المال إلى أنواع عدة من أهمها:

$$1-\text{نسبة حق الملكية إلى الاستثمارات المالية}\ (\%) = \frac{\text{حق الملكية}}{\text{إجمالي الاستثمارات في الأوراق}} \times 100$$

(1) محمود عبد السلام عمر، لجنة بازل بين التوجهات القديمة والحديثة، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد الرابع، العدد الأول، 1996، ص ص 17 – 18.

2- نسبة حق الملكية إلى إجمالي الموجودات (٪) = $\frac{\text{حق الملكية}}{\text{إجمالي الموجودات}} \times 100$

3- نسبة حق الملكية إلى إجمالي القروض الممنوحة (٪) = $\frac{\text{حق الملكية}}{\text{إجمالي القروض الممنوحة}} \times 100$

4- نسبة حق الملكية إلى إجمالي الودائع (٪) = $\frac{\text{حق الملكية}}{\text{إجمالي الودائع}} \times 100$

د- نسب توظيف الأموال (Investment Indicators Ratio)

تقوم نسب توظيف الأموال بقياس أداء المصارف في استخدام الأموال المتاحة والعائد على الاستثمار وفي شتى المجالات ومن بين أهم النسب التي تقيس كفاءة المصرف في توظيف الأموال هي[1]:

1- معدل توظيف الموارد (٪) = $\frac{\text{إجمالي الاستثمارات}}{\text{إجمالي الودائع + حق الملكية}} \times 100$

2- نسبة إجمالي القروض إلى إجمالي الودائع (٪) = $\frac{\text{إجمالي القروض}}{\text{إجمالي الودائع}} \times 100$

3- معدل استثمار الودائع (٪) = $\frac{\text{إجمالي الاستثمارات}}{\text{إجمالي الودائع}} \times 100$

4- نسبة إجمالي الإيرادات إلى إجمالي الاستثمارات (٪) = $\frac{\text{إجمالي الإيرادات}}{\text{إجمالي الاستثمارات}} \times 100$

---

(1) د. نصر حمود مزنان فهد، اثر السياسات الاقتصادية في اداء المصارف التجارية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2009، ص ص 66-68.

5- نسبة إجمالي الإيرادات إلى إجمالي الموجودات (٪) =

$$\frac{\text{إجمالي الإيرادات}}{\text{إجمالي الموجودات}} \times 100$$

6- معدل العائد على إجمالي محفظة القروض (٪) =

$$\frac{\text{العوائد المحصلة من القروض}}{\text{إجمالي القروض}} \times 100$$

الفصل الثاني

2

البناء الهيكلي للأسواق المالية

- ماهية السوق المالي وأركانه الرئيسة
- تصنيف السوق المالي وأهم أدواته
- أهمية الأسواق المالية ودورها في النمو الاقتصادي
- بناء المحافظ الاستثمارية وإدارتها
- مداخل تحليل سوق الأوراق المالية
- مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية
- أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية

البناء الهيكلي للأسواق المالية

أولاً: ماهية السوق المالي وأركانه الرئيسة

تقاس القوة الاقتصادية لأي دولة بقيمة الثروة الكلية المتراكمة لديها ومعدل النمو في هذه الثروة عبر عمليتي الادخار والاستثمار، وتلعب المؤسسات المالية (مثل سوق المال وشركات الاستثمار وغيرها) دوراً بارزاً ومحورياً في توجيه هذه المدخرات من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي نحو الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي للقيام بعملية استثمارها، الأمر الذي يؤدي إلى استثمار هذه المدخرات وإحداث النمو الاقتصادي.

ويمثل السوق المالي (Financial Market) حلقة الوصل بين الادخار والاستثمار من خلال قنوات رئيسة متمثلة بالادوات والمؤسسات المتخصصة، فالأسواق المالية تقوم بتهيئة الفرص الاستثمارية للارصدة النقدية[1]. ولذا فأن السوق المالي يشير إلى الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الاموال للانشطة الاقتصادية المختلفة من خلال المؤسسات المالية التي يضمها السوق.

وتعددت التعريفات التي تناولت السوق المالي وخصوصاً بعد اتساع مفهومها لتشمل جميع القنوات التي يتداول فيها المال، فالسوق المالي وسيلة ينتفي فيها شرط المكان ويلتقي خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون من ذوي الاهتمامات المادية او المهنية بالادوات الرأسمالية والنقدية او بالصرف الاجنبي بغرض تداول

(1) للمزيد انظر:

- Frederic S, Mishkin, the Economic of Money, Banking and Financial Market, 6th Edition, Addison -Wesley, U.S.A, 2001, p.3.

وتوثيق الاصول المختلفة (الحقيقية والمالية والنقدية) ولمدد متباينة اعتماداً على قوانين وانظمة وتعليمات خاصة بذلك[1].

وقد عرف السوق المالي على انه: الاطار الذي يجمع الوحدات المدخرة والراغبة بالاستثمار ووحدات العجز المالي التي بحاجة إلى الاموال لأستثمارها عبر فئات متخصصة عاملة في السوق شرط توافر قنوات اتصال فعالة[2].

ويحتل السوق المالي اهمية كبيرة في الاقتصاد، وتتمثل هذه الاهمية بالنقاط الرئيسة الاتية[3]:

1. يلعب السوق المالي بصورة غير مباشرة دوراً رئيساً في تخطيط السياسة النقدية، إذ يتمكن البنك المركزي بواسطة سوق النقد من ممارسة دوره التحكمي في اسعار الفائدة عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دوراً كبيراً في السوق المالي.
2. ان وجود سوق مالي ذا فاعلية يعمل على توفير سيولة اكبر للأصول المالية قصيرة الاجل ينعكس على انخفاض تكلفة التمويل قصير الاجل ويدفع ذلك إلى زيادة الطاقة الانتاجية ومن ثم خلق الانتعاش الاقتصادي.
3. يعد السوق المالي مصدراً للتمويل طويل الاجل عبر عمليات سوق رأس المال مما

(1) د. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفا للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2003، ص 58.

(2) د. ارشد فؤاد التميمي و د. أسامة سلام، الاستثمار بالاوراق المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2004، ص 110.

(3) طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 1997، ص29.

يعزز من النشاط الاقتصادي ورفع مستوى الدخل القومي.

4. العدالة في تحديد اسعار الاوراق المالية المتداولة مما يساعد في توجيه الاستثمار نحو القطاعات الاكثر نجاحاً وذات الجدوى الاقتصادية.

5. تنمية الادخارات وتوجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني.

6. تنظيم عمليات الاصدار للاوراق المالية ومراقبتها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسرعته.

7. هذا وقد استطاعت هذه الاسواق تدويل انشطتها في كثير من الدول في العقود الاخيرة من القرن العشرين، فهناك طريقتان للتمويل وهما[1]: طريقة التمويل المباشر، إذ تلتقي الوحدات الاقتصادية ذات العجز المال التي يطلق عليها المقترضون (الحكومة، الاجانب، المؤسسات، الافراد) مع الوحدات ذات الفائض المالي (المقرضون) بصورة مباشرة في اسواق الاوراق المالية.وتقوم وحدات العجز (المقترضون) بأصدار حقوق مالية على نفسها تسمى اصول مالية، وبالمقابل فإن وحدات الفائض تقوم بشراء هذه الأصول من خلال سوق الاوراق المالية.

اما الطريقة الثانية فهي طريقة التمويل غير المباشر، إذ يتم فيها تحويل الموارد المالية من الغير (الحكومة، الاجانب، الافراد، المؤسسات) ذات الفائض المالي إلى المؤسسات المالية الوسيطة (مؤسسات الادخار والاقراض وشركات التأمين والمصارف وبالمقابل تحصل على اصول مالية مقدمة من هذه المؤسسات تدعى بالاصول غير المباشرة

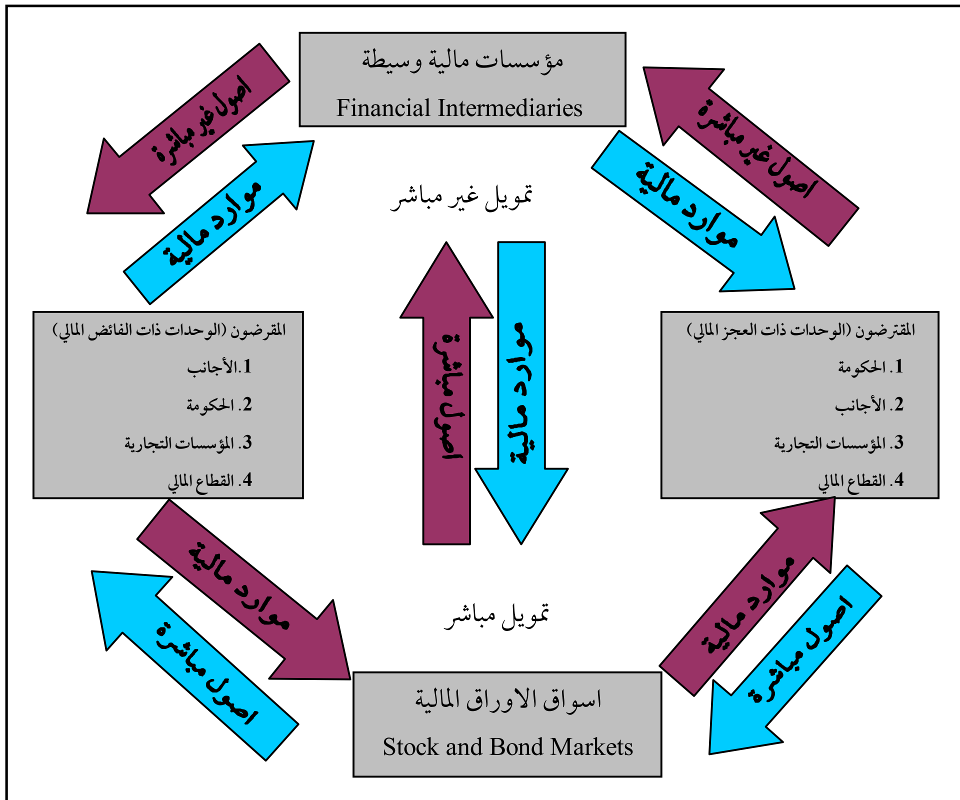
(1) Saundres, A. & Cornett, M. "Financial Market and Institutions: A modern perspective", McGraw-Hill, Singapore 2001, pp.3-6

وبعدها تقوم المؤسسات المالية الوسيطة بتمويل وحدات العجز المـالي (المقترضـين) في مقابل اصدار اصول مالية غير مباشرة اليها[1].

والشكل (2) يبين تدفقات الموارد المالية عبر الاسواق المالية.

شكل (2)

تدفقات الموارد المالية عبر الأسواق المالية



المصدر: عبد النافع الزرري وفرح غازي توفيق، الأسواق المالية، الطبعـة الاولى، دار وائـل للنـشر والتوزيـع، عمان - الاردن، 2001، ص 20.

(1) احمد ابو الفتوح علي الناقة، نظرية النقود والأسواق المالية، الطبعة الأولى، مطبعة الاشعاع الفنية للنشر والتوزيـع، الإسكندرية – مصر، 2001، ص11.

ويقوم السوق المالي على اركان عدة متمثلة بالمشاركين فيه ، ويصنفون كالاتي:

أ- **الوحدات الانتاجية**: المتمثلة بالوحدات المنتجة للسلع والخدمات بشقيها الانتاج السلعي الاستهلاكي وانتاج السلع الرأسمالية وتحتاج هذه الوحدات إلى مصادر مالية كبيرة لتمويل استثماراتها، فضلاً عن كونها مصدراً من مصادر الأدخار ولكن هذه الوحدات تحتاج الدخول إلى سوق المال لغرض التمويل اكثر من دخولها بوصفها مصدراً للادخار[1].

ب- **الوحدات الأستهلاكية**: تعد الوحدات الاستهلاكية مصدراً مهماً من مصادر الادخار من جهة، ومقترضاً للأموال لغرض الاستثمار من جهة اخرى.

ج- **الوسطاء الماليون (Financial Intermediaries)**: يمكن تعريف الوسطاء الماليين بأنهم مؤسسات تقوم بعملية الوساطة المالية بين المقترضين (Borrowers) والمقرضين (Lenders) ونتيجة التطورات التي لحقت بالاسواق المالية فقد انعكست تلك التطورات على طبيعة هذه المؤسسات المالية وبالأمكان تصنيف المؤسسات المالية التي تلعب دور الوساطة المالية إلى مجموعات عدة هي:

1- **مؤسسات الأيداع**[2]: وهي مؤسسات وسيطة تقبل الودائع على اختلاف اشكالها من الغير وتقوم بتقديم تسهيلات ائتمانية إلى تلك الوحدات وتشمل هذه المؤسسات:

---

(1) د. عبد المنعم السيد علي و د. نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2004، ص72.

(2) د. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات – اوراق – بورصات)، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2005، ص48.

أ. البنوك التجارية (Commercial Banks)

ب. مؤسسات الادخار والأقراض (Saving & Loan Associations)

ج. مصارف الادخار ووحدات الائتمان (Saving Banks & Credit Unions)

2- **مؤسسات الاستثمار**[1]: وهي مؤسسات مالية وسيطة تقوم على بيع الاصول المالية بأشكالها المختلفة والأستثمار في الأسهم والسندات ومن امثلتها:

أ. شركات الأستثمار (Investment Companies)

ب. صناديق الاستثمار المشتركة (Mutual Investment Funds)

ج. صناديق سوق النقد.

د. شركات الرهن وتجميع الاستثمار العقاري.

3- **المؤسسات التعاقدية (Contractual Institutions)**[2]: وهي مؤسسات غير ودائعية والاساس في مواردها هو التعاقد ضمن مدد محدودة ومثل هذا النوع من الموارد يتيح لمثل هذه المؤسسات فرص الأستثمار طويل الأجل وتضم :

أ. شركات التأمين.

ب. صناديق التعاقد.

(1) د. عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم، سندات، وثائق استثمارية – خيارات)، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية – مصر، 2004، ص 374.

(2) David S. kidwell & Richard L. Peterson, Financial Institutions; Markets and money, 3rd Edition, C.B.S, Collage Publishing The Dryden Press, Hdt, Winston, 1996, P.32.

4- **مؤسسات سوق الاوراق النقدية**[1]: وهي مؤسسات ذات اهمية كبيرة وتلعب دوراً بارزاً في عمليات التوسع المالي بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي والوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي وتشمل:

أ- بنكير الاستثمار (Investment Banker)

ب- السماسرة وتجار الاوراق المالية.

د- **القطاع الحكومي**: يسهم القطاع الحكومي في الاسواق المالية عن طريق الاقراض والاقتراض، وتعتمد هذه المساهمة على العلاقات بين التدفقات النقدية (أي بين ايرادات الدولة ونفقاتها) والمتمثلة بالميزانية العامة، فإذا كانت الايرادات اكبر من النفقات فأن هناك فائضاً في الميزانية العامة وتعد الحكومة في هذه الحالة ضمن المدخرين او ضمن الوحدات الأقتصادية المقرضة، اما اذا كانت النفقات اكبر من الايرادات فإن هناك عجزاً في الميزانية وتعد الحكومة في هذه الحالة وحدة اقتصادية مقترضة وهذا ما يدفع الحكومة لأصدار ادوات مالية (سندات) في الاسواق المالية بهدف تمويل العجز الحاصل في الميزانية العامة.

هـ- **القطاع الاجنبي**: يرتبط دور القطاع الاجنبي في الاسواق المالية ارتباطاً مباشراً بوضع ميزان المدفوعات (Balance Of Payment) الخارجي الذي يعكس صورة المدفوعات المستحقة على البلد لصالح البلدان الاخرى.ان اسهام القطاع الخارجي في الاسواق المالية ما هو إلا حصيلة معاملات ميزان المدفوعات باجزائه الثلاثة

(1) د. أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الاجنبي المباشر في البيئة العربية (دراسة مقارنة)، الدار الجامعية، الاسكندرية – مصر، 2005، ص 63.

الحساب الجاري (Current Account) و الحساب الرأسمالي (Capital Account) والحساب الرسمي (Official account)[1].

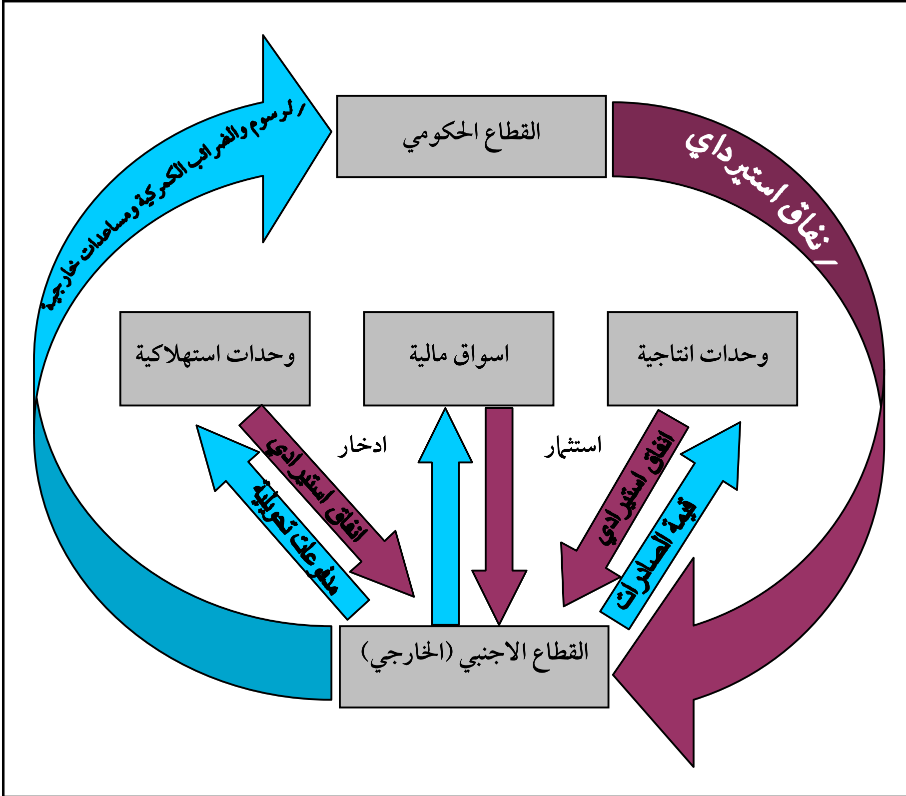
فإذا كان ميزان المدفوعات الخارجية في حالة عجز فسيتطلب بيع ادوات مالية للشركات الاجنبية لتغطية العجز، اما إذا كان ميزان المدفوعات في حالة فائض فأن الفائض يستخدم في شراء ادوات مالية من الشركات الاجنبية أي الاستثمار في الاسواق المالية داخل بلدان اخرى، ومن ثم فأن القطاع الاجنبي ياخذ دورالمقرض في السوق المالي في حالة عجز ميزان المدفوعات ودور المقترض في حالة وجود فائض في ميزان المدفوعات. ويظهر الشكل (3) التدفقات النقدية من القطاع الخارجي إلى الاسواق المالية.

و- **البنك المركزي**: يعد البنك المركزي المشارك الاخير في الاسواق المالية بوصفه الجهة الحكومية المسؤولة عن صياغة السياسة النقدية وادارتها بهدف تحقيق اهداف اقتصادية. وللقيام بهذا الدور يشارك البنك المركزي في الاسواق المالية من خلال عمليات السوق المفتوحة (بيع الادوات المالية وشرائها)، للتأثير في القاعدة النقدية (Monetary Base).

(1) د. زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية – مصر، 2004، ص 73 – 71.

شكل (3)

التدفقات النقدية الناشئة عن وجود القطاع الأجنبي وتأثيره في السوق المالي



المصدر: د. عبد المنعم السيد علي ود. نزار العيسى ، النقود والمصارف والاسواق المالية، الطبعة الاولى ،دار الحامد للنشر والتوزيع ، عمان – الاردن ، **2004** ، ص**78**.

ثانياً: تصنيف السوق المالي واهم أدواته

يصب استخدام الأموال في المشروعات الاقتصادية في قناتين أساسيتين هما تمويل رأس المال المستثمر (Invested Capital)،وتمويل رأس المال العامل (working capital)، إذ تستخدم الأموال التي مصدرها رأس المال المستثمر في تمويل شراء الاصول الثابتة الموظفة في النشاط الراسمالي. في حين تستخدم الاموال التي مصدرها رأس المال العامل

في تمويل شراء الاصول المتداولة الموظفة في النشاط التشغيلي[1]، ولذا تختلف اساليب التمويل في كلتا الحالتين، اذ يكون تمويل راس المال المستثمر لمشروع ما بادوات تمويل طويلة الاجل. بينما يمول راس المال العامل بادوات تمويلية قصيرة الاجل. ويطلق على النوع الاول من ادوات التمويل طويلة الأجل اسواق راس المال،في حين يطلق على النوع الثاني من ادوات التمويل قصيرة الاجل اسواق النقد.وفيما يأتي عرض لتصنيف السوق المالي واهم الادوات المتداولة فيه:

أ- سوق النقد:

يعد سوق النقد مصدراً للتمويل قصير الاجل فهو يوفر الفرص للمقترضين بالحصول على القروض قصيرة الاجل وذلك من اموال المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الامان باستثمار اموالهم في اصول مالية ذات سيولة مرتفعة[2]، وتلعب البنوك التجارية دوراً قيادياً في نشاط هذا السوق فضلاً عن مجموعة من المؤسسات المالية التي تؤدي دور الوساطة فيه. إذ تبرز أهمية هذا النوع من الأسواق بشكل كبير في الاقتصاد والمجتمع من حيث توفير السيولة والاسهام في إدارة النقد ضمن الاقتصاد[3]. ويتم استخدام الادوات المالية قصيرة الاجل في سوق النقد ومن ابرزها:

1. اذونات الخزينة Treasury Bills: وهي اوراق مالية حكومية قصيرة الاجل، تعد

(1) د. محمد مطر و د. فايز تيم، إدارة المحافظة الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2005، ص 61.

(2) د.عصام فهد العربيد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر والتوزيع، دمشق – سوريا، 2002، ص10.

(3) Bain, K., & Howells, P., "Money, Banking, and finance", prentice Hall, Malaysia,1998, P.150.

احدى ادوات الدين العام، إذ تقوم الحكومة باصدار هـذه الاوراق وبيعهـا إلى المستثمرين الراغبين بشرائها مثل شركات التأمين والبنـوك والمؤسـسات الماليـة الاخرى والأشخاص بخصم عن قيمتها الاسمية و تمتـاز هـذه الاوراق الماليـة بسهولة التصرف بها فضلاً عن تدني المخاطرة التي تتعرض لها[1]..

2. الأوراق التجاريـة قـصيرة الاجـل Commercial Papers short time: وهـي أوراق ماليـة تعـد مـن أدوات الاسـتثمار وتتخـذ غالبـاً شـكل سـندات اذنيـة promissory Notes، تصدر عن مؤسسات مالية ذات مراكز ائتمانية قوية، وتعد الأوراق التجارية من اقدم ادوات الاستثمار قصير الاجل في سوق النقد.

3. شهادات الايداع القابلة للتداول Negotiable Certificates of Deposit : وتعـد من ادوات الأستثمار المهمة في سوق النقد، وهي اداة دين ترتب لحاملها حقاً على وديعة مصرفية مودعة لاجل. وتصدر عن المصارف التجارية بقيم اسمية مختلفة ولمدد مختلفة لاتزيد عن السنة الواحدة. ويثبت عليها عادة سعر الفائدة.

4. القبولات المصرفية Banker's Acceptance: وهي عبارة عن سحوبات مـصرفية يستخدمها في الغالـب المـستوردون المحليـون في اسـتيراد بـضائع اجنبيـة عـلى الحساب ويتأرجح تاريخ استحقاقها ما بين شهر وستة اشهر[2].

---

(1) زياد رمضان، مباديء الاستثمار (الحقيقي و المالي)، الطبعة الثانيـة، دار وائـل للنـشر والتوزيـع، عـمان – الأردن، 2002، ص 46.

(2) للمزيد ينظر:

– عبد النافع الزرري و فرح غازي توفيق، الاسواق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعـة والنـشر والتوزيـع، عمان – الأردن، 2001، ص 37.

5. اتفاقيات اعادة الشراء Repurchase Agreements: وهي عبارة عن اتفاق بين مصرف او جهة مانحة للقروض من ناحية وشركة مقترضة من ناحية اخرى. إذ تقوم الشركة المقترضة ببيع الاوراق المالية التي تملكها (اسهم، سندات، اذونات خزينة...) إلى البنك بسعر محدد وتتعهد الشركة المقترضة بموجب الاتفاق بشراء هذة الاوراق بسعر اعلى في تاريخ محدد وتتأرجح مدة الاتفاقية عادة بين (3) إلى (14) يوماً وقد تكون ليوم واحد فقط وتسمى في هذه الحالة اتفاقية اعادة الشراء لليلة واحدة (Overnight Repo)[1].

6. امر السحب القابل للتداول (Negotiable Orders of withdrawal): وهو نوع من الودائع المصرفية استحدث في بعض الدول يجمع بين مزايا الودائع الجارية وودائع التوفير، إذ يمكن للمودع تحرير أو سحب امر قابل للتداول في الوقت الذي يمكنه الحصول على فوائد رصيد الوديعة[2].

ب- سوق رأس المال

يعد سوق رأس المال اداة لتوجيه الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض النقدي باتجاه الوحدات الاقتصادية ذات العجز النقدي، وتتعامل هذه الاسواق بادوات الدين طويلة الاجل مثل السندات وادوات الملكية (Equity Instruments) كالأسهم، ومن الخصائص المميزة لسوق راس المال انه اقل

(1) د. حسني علي خريوش و د. عبد المعطي رضا ومحفوظ احمد جودة، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثانية، الشركة الدولية للخدمات المكتبية، عمان – الأردن 1999، ص 45.

(2) منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الاوراق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية،الإسكندرية – مصر، 1999، ص 11.

اتساعاً من سوق النقد لكنه اكثر تنظيماً. ويقسم سوق رأس المال على:

1- اسواق حاضرة The Spot Markets: وتسمى ايضاً بالسوق الفورية، وهي تقسم على قسمين اساسيين هما[1]:

أ- السوق الأولي (سوق الاصدار) Primary Market: وهي سوق تباع فيها الاوراق المالية (أسهم وسندات) لاول مرة وهي تصنف بدورها إلى نوعين:

1. سوق التمويل المباشر: التي تتعامل في جميع انواع الاوراق المالية الاولية التي تصدرها الشركات المقترضة وتسوقها مباشرة من دون تدخل الوسطاء الماليين.

2. سوق التمويل غير المباشر: ويقصد بها تلك الأسواق التي تتضمن جميع المعاملات التي تتم عبر الوسطاء الماليين الذين يقومون بشراء الاوراق المالية من المقترضين ويبيعون اوراق مالية ثانوية في الاسواق الثانوية.

ب- السوق الثانوية Secondary Market: وهي السوق التي تتداول فيها الاوراق المالية التي تم اصدارها في السوق الأولي[2]. وهناك نوعان من الاسواق الثانوية:

1. الاسواق المنظمة Organized Market: وتمتاز هذه الاسواق بوصفها مكاناً محدداً يلتقي فيه المتعاملون في الاوراق المالية (بيعاً وشراء) مما يسجل في تلك

(1) محمد المبروك ابو زيد، التحليل المالي –شركات واسواق مالية –، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر والتوزيع، الرياض- المملكة العربية السعودية، 2009، ص254.

(2) د. رعد حسن الصون، أساسيات التجارة الدولية المعاصرة – من الميزة المطلقة إلى العولمة والرفاهية الاقتصادية، الجزء الأول، سلسلة الرضا للمعلومات، دمشق- سوريا، 2000، ص 104.

الاسواق وتمتاز هذه الاسواق ايضاً بتوافر التشريعات والانظمة التي يجب على كل مؤسسة تروم الدخول اليها استيفاءها. وتقسم الاسواق المنظمة او ما يطلق عليها البورصات على قسمين هما: الاسواق المركزية والاسواق المحلية(1).

2. الاسواق غير المنظمة: او ما يطلق عليها السوق الموازية او اسواق ما فوق الكاونتر وهي السوق التي تتعامل بالأوراق التجارية خارج السوق المنظمة من خلال بيوت السمسرة، ولا يوجد مكان محدد لأجراء تلك المعاملات(2)، وتتضمن الاسواق غير المنظمة نوعين هما:

- السوق الثالثة: وتتضمن السمسرة من غير اعضاء الاسواق المنظمة وان كان لديهم الحق في التعامل بالاوراق المالية المسجلة في تلك الاسواق، وتضم هذه السوق عملاء عدة من ابرزهم صناديق التقاعد ومحافظ الاوراق المالية المدارة من لدن البنوك التجارية.

-السوق الرابعة: وتتعامل فيها المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والافراد الاغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في بيع الاوراق المالية وشرائها من اجل الحد من العمولات التي يدفعونها إلى السماسرة. وقد يتم التعامل بين هذه

(1) للمزيد ينظر:

- د. منير ابراهيم هندي، الاسواق الحاضرة والمستقبلية لأسواق الأوراق المالية وأسواق لخيار واسواق العقود المستقبلية، مجلة الادارة والاقتصاد، مجلس الامانة للوحدة العربية، العدد / 20، 2000، ص 23 – 21.

(2) د.عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية – مصر، 2007، ص47.

المؤسسات عبر شبكة الاتصال الالكترونية تدعى (Instinct)[1].

2- **الأسواق الآجلة:** ويطلق عليها أيضاً بأسواق المشتقات ،وتعد الأسواق الآجلة احدث أنواع الأسواق المالية الدولية، إذ بدأ التعامل بأدوات هذه الأسواق بعد التقلبات الحادة التي شهدتها كثير من اسواق المال العالمية وبخاصة في جانب أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، لذا فقد أنشأت هذه الأسواق للتحوط من مخاطر تقلبات تلك الأسعار، وتقسم الأسواق الآجلة على الآتي:

أ. سوق العقود المستقبلية Future Contracts Markets: وهي سوق لبيع الأوراق المالية وشرائها في المستقبل، إذ يستعمل المستثمرون هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية، وتعرف العقود المستقبلية بأنها اتفاق بين طرفين لتسليم موجودات مالية أو حقيقية واستلامها بسعر معين في وقت لاحق[2].

ب. سوق عقود الخيارات Option Contracts Market: عقد الخيار هو اتفاق بين طرفين من السوق المالي للتعامل بسعر معلوم ومحدد لأصل مالي في تاريخ لاحق دون الالتزام بالتنفيذ للطرف الثاني الذي يتحمل تكلفة قيام العقد أي إن عقود الخيار هي حق وليس التزاماً في بيع وشراء أوراق مالية أو أصول معينة.

(1)International Monetary found, International Capital Market Department, Global Markets analysis, division, working paper, 2006, p. 3.

(2) للمزيد انظر:

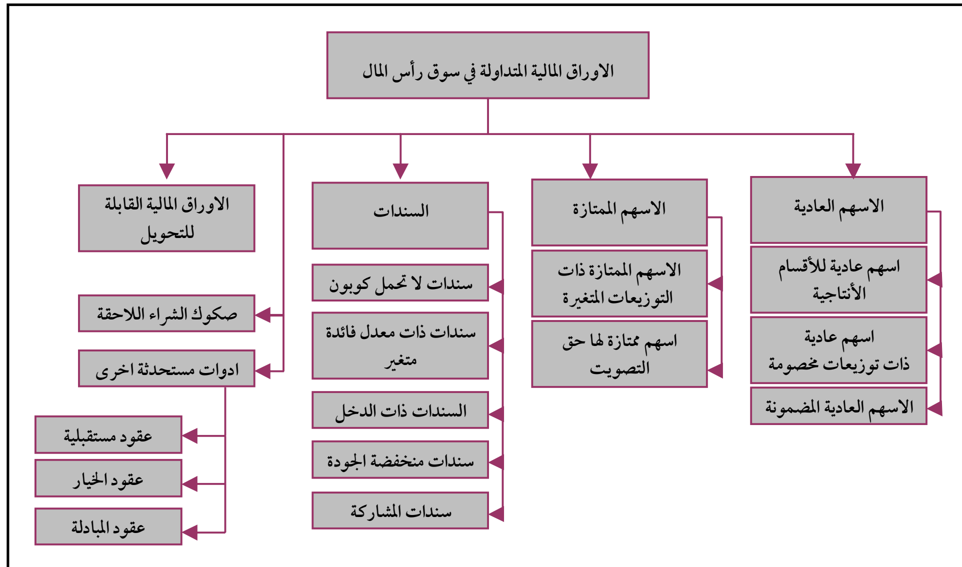
- د. محمد صالح الحناوي و د. جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية – مصر، 2005، ص ص 363–366.

ج. سوق عقود المبادلة Swaps Contracts Market: عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر في تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة لاحقة أي هي سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ (Forward Contracts)، وتتم عملية تسوية عقود المبادلة على مدد دورية، ويعد عقد المبادلة ملزماً لطرفي العقد على عكس عقد الخيار.

هذا ما يخص تقسيمات سوق الأوراق المالية أما ما يخص الأدوات الاستثمارية المتداولة في سوق رأس المال فإن الشكل (4) يبين أهم الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال.

شكل (4)

الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال



المصدر: د. عبد الغفار حنفي و د. رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية الإسكندرية – مصر، **2005**، ص**15**.

ومن الشكل السابق يتبين أن الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال هي:

أ. الأسهم العادية Common Stocks: وتمثل مستندات ملكية لها قيمة اسمية وقيمة دفترية فضلاً عن القيمة السوقية، ويملك حاملها حقوق يحددها القانون عادة[1].

ب. الأسهم الممتازة Preferred Shares: وهي وثيقة تحمل قيمة اسمية تصدرها المنشأة يحق لحاملها - بما يعادل أسهمه - ملكية جزء من المشروع، أي هي صك ملكية وله قيمة اسمية ودفترية وسوقية، ويمتاز بأنه يتمتع بدخل ثابت[2].

ج. السندات (Bonds): وتمثل صكوك مديونية وليس ملكية، ويتمثل عائدها في معدل الفائدة المقرر على السند، إذ يحصل حامل السند على الفوائد المقررة بغض النظر عن تحقيق المنشأة ارباحاً أو خسائر[3]. وهي على أنواع عدة من أهمها[4]:

- سندات ذات معدل فائدة متغير: وقد استحدث هذا النوع من السندات في بداية الثمانينات من القرن العشرين لمواجهة التضخم والآثار المترتبة عليه من ارتفاع معدلات الفائدة وانخفاض القيمة السوقية للسند ، ووفقاً لهذا النوع فأنه يتم

---

(1) للمزيد انظر:

- د. ابراهيم الكراسنة، ارشادات في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الأقتصادية، صندوق النقد العربي، ابو ظبي، الأمارات، 2005،ص ص4-7.

(2) د. محمود صبيح، الابتكارات المالية – المؤسسات المالية الغائبة عن السوق المالي المصري، كلية التجارة – جامعة عين شمس، مصر، 1988، ص78.

(3) للمزيد ينظر:

- د. ارشد فؤاد التميمي و د. اسامة سلام، الاستثمار بالاوراق المالية، مصدر سبق ذكره، ص 86.

- Peter Howells & Keith bain The Economics of Money Banking and Finance,Addison Wesley Long men,1998, P. 170.

(4) د. محمد المبروك ابو زيد، التحليل المالي - شركات واسواق مالية -، مصدر سبق ذكره، ص264.

تحديد سعر فائدة مبدئي ولمدة معينة ، ويتم إعادة النظر في هذا المعـدل في نهايـة المدة وتعديله بما يتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

- سندات ذات الدخل : إن حامل هذا النوع من السندات ليس له الحق في المطالبة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق الشركة المصدرة للسند ارباحاً -علماً بأنه قـد ينص عقد الإصدار على مثل هذا النوع من العقد- على أن يؤجل حصول حامل السند على الفوائد في السنوات التي تحقق فيها الشركة المصدرة ارباحاً.

- سندات منخفضة الجودة: قد تباع السندات بقيمة اقل من قيمتها الاسمية ، عـلى أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق ، كما يحق لحامل هـذا النـوع من السندات أن يبيعها في السوق بالسعر السائد قبل تاريخ الاسترداد.

د- أوراق ماليـة قابلـة للتحويـل Convertible Securities: وتتمثـل هـذه الأوراق في السندات والأسهم الممتازة التي تصدرها الشركات وتعطي الحق لحامليها بتحويل هذه الأوراق إلى أسـهم عاديـة ومـن ثـم تحقـق هـذه الأوراق ميـزتين أساسـيتين للمستثمر هما[1]:

- الحصول على معدل عائد ثابت سواء أكان معدل الفائدة على الـسندات أو قيمـة الكوبون للسهم الممتاز.

- يتمتع المستثمر بالمشاركة في نمو الشركة في المستقبل وازدهارها عن طريق حقه في تحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية في أي وقت يختاره.

(1) د. عبد الغفار حنفي و د. سمية قرياقص، اسواق المال وتمويل المشروعات، مصدر سبق ذكره، ص ص21- 22.

هـ- صكوك الشراء اللاحقة warrants: وتعد هذه الأداة إحدى الوسائل التي تلجأ إليها الشركات لتحفيز المدخرين للاستثمار في الأسهم العادية. وهي عبارة عن صكوك يقوم المستثمر بشرائها. إذ بموجبها يكفل للمشتري (المستثمر) حق الشراء لعدد محدد من أسهم الشركة في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقاً بغض النظر عن السعر السوقي وقت تنفيذ هذه العملية.

و- أدوات استثمارية مستحدثة أخرى: وهذه الأدوات انتشرت في السنوات الأخيرة وأخذت اشكالاً متعددة أهمها العقود المستقبلية وعقود المبادلة وعقود الخيارات.

ثالثاً: أهمية الأسواق المالية ودورها في النمو الاقتصادي

أثبتت الأسواق المالية دورها الفاعل في الاقتصاديات التي وفرت الشروط الأساسية لنجاحها، وتكمن أهمية السوق المالي في أمور عدة من أهمها[1]:

1. نشر سلوك الاستثمار من خلال النشاطات داخل الأسواق المالية، إذ تعرض اسهماً وسندات وادوات مالية أخرى يصدرها مستثمرون أو وسطاء ماليون بغرض تمويل مشروعات معينة أو اعتماد تسهيلات ائتمانية متداولة، فضلاً عن عرض الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في الأسواق المالية مما يسهم مباشرة في تحويل المدخرين

(1) للمزيد انظر:

- هوشيار معروف، الاستثمارات والاسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفا للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2003، ص 84.

- فائق جبر النجار، مقدمة عن الاسواق المالية وكفاءتها، مجلة البنوك، المجلد (21)، العدد (4)، عمان – الاردن، 2002، ص 11.

إلى مستثمرين وذلك عند الطلب على هذه الأدوات والتخلي عن السيولة المدخرة.

2. تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين، إذ تمارس الأسواق المالية دوراً فاعلاً في رفع عوائد المدخرات، وهنا كلما كانت الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المحيطة بهذه الأسواق أكثر ملائمة فأن الدور التحفيزي لهذه الأسواق بالنسبة للمدخرين يكون اكبر.

3. تعد الأسواق المالية مجالاً واسعاً لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات الحكومية بوصفها اطرافاً اقتصادية رئيسة وذلك لتحويل الموارد الحالية إلى المستقبل أو لإيصال الناتج الراهن إلى الاستهلاك المستقبلي.

4. يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها ومكاتبها المتخصصة وخبرائها تقديم النصائح والاستشارات للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة وذلك من خلال تحليل عوامل الطلب والعرض لهذه الأدوات وبيان احتياجات هذه الشركات وتحديد أفضل الأدوات وانسب الطرائق لتمويل هذه الاحتياجات.

5. ضمان التوازن من خلال الحفاظ على النمو المستقر بوصفه جانباً مهماً من عوائد الأدوات الاستثمارية، إذ يمكن تحقيقه من خلال عمليات التحوط (Hedging) التي تمارسها إدارات الأسواق المالية.

6. تعد الأسواق المالية مرجعاً مهماً لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.

ومما تقدم يتبين الدور المهم للأسواق المالية وفاعليتها في أي اقتصاد، وتختلف هذه

الأهمية من اقتصاد إلى آخر نتيجة عوامل عدة من أبرزها[1]:

1. تعاظم الشركات المساهمة الكبيرة التي تتمتع بمرونة عالية تجاه حركات الأسعار والتغيرات الاقتصادية على المستويين المحلي والدولي.
2. تطور مستويات أجهزة المعلومات والاتصالات ونشاطاتها وتنظيماتها.
3. وجود أجهزة ائتمانية من مؤسسات مصرفية ومكاتب وساطات مالية عالية الكفاءة.
4. كفاءة إدارات الأسواق المالية وكفاءة كوادرها وإمكانياتها التكنولوجية ، ذلك لإن طاقاتها التكنولوجية ذات اثر كبير في أداء هذه الأسواق ومن ثم فإن تطوير الأسواق المالية يرتبط ارتباطاً وثيقاً بتطوير إدارات هذه الأسواق ، إذ إن الإدارة المتطورة والكفوءة تتولى وضع الخطط وتكفل النمو المتوازن للقيم السوقية الخاصة بالأصول المتداولة.
5. توافر السيولة لتمويل عمليات البيع والشراء السريع.

ويحتل سوق الأوراق المالية مركزاً حيوياً في الاقتصاديات المعاصرة فهو انعكاس للنظم المالية والاقتصادية للدولة ومحرك فعال للنمو الاقتصادي من خلال مقدرته على حشد المدخرات المحلية والفوائض المالية الاخرى[2]. ومن ثم التأثير الايجابي في الحجم

---

(1) انظر في ذلك:

- د. فريد النجار، الاستثمار بالنظم الاليكترونية والاقتصاد الرقمي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية – مصر، 2004، ص ص61-60.

(2) د. ابراهيم موسى الورد، تحليل العلاقة السببية بين النمو الاقتصادي ونمو الاسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، جامعة بغداد، المجلد (12)، العدد (41)، 2006، ص3.

الكلي للمدخرات وتفعيل التخصيص الكفء لرأس المال وما ينتج عنه من آثار إيجابية في مختلف الأنشطة والقطاعات الأقتصادية.

ويؤكد عدد من الأقتصاديين إن عدم وجود سوق مالي متطور بشكل كافٍ سيؤدي إلى حدوث ضرر كبير في الاقتصاد، إذ أن وجود هذا السوق ضروري لوجود الشركات الأيداعية والمؤسسات المالية ذات التقنية المتطورة ، وهذان أساسان للتغيير الهيكلي المستقبلي فضلاً عن تأكيد بعض الآراء والنظريات على إن المصارف وأسواق المال تسهم معاً في النمو الاقتصادي من خلال تحسين المعلومات ونشرها وتخفيض تكاليف الصفقات[1].

ويشغل سوق الأوراق المالية إلى جانب المصارف في الأقتصادات الحديثة حيزاً كبيراً من النظام المالي، ويشتركان في تزويد الشركات بمصادر التمويل[2]. وتؤثر سوق الأوراق المالية في النشاط الأقتصادي عن طريق خلق السيولة النقدية التي يحتاجها المستثمرين ومن ثم تؤدي إلى تحسين تخصيص رأس المال مما يعزز آفاق النمو الأقتصادي. وتعد أسواق الأوراق المالية وسيطاً حيوياً يسهل عملية تعبئة المدخرات وإدارة المخاطر ومن دون هذا الوسيط لن يكون هناك تدفق للأموال نحو الاستثمارات ومن ثم سينعكس على انخفاض النمو الاقتصادي[3]. وقد أشارت كثير من الدراسات إلى هذا الدور الحيوي من أهمها الدراسة التي أجراها (Coporate, G.Hawells, P, and Soliman, A.) التي دلت

(1) Bennaceur, S. & Ghazouani, S., Stock Market, Banks and Growth in some MENA Region Countries, 2003, P.1. “www.erf.org/financial Markets - background / pdf.
(2) Corporate, G. Howells, P. and Soliman, A., Endogenous Growth Models and Stock Market Development Evidence rom four countries, 2003, P4, “www.Carecon.org,ul/DPs/302.pdf.
(3) Levine, R., “International Financial Liberalization and economic Growth, Review if international Economic, Vol 9 No: 4, 2001,p.

على دور سوق الأوراق المالية في الاقتصاد ، إذ إن تقدم هذا السوق وتحسين كفاءته يـؤدي إلى ارتفاع وتائر النمو الأقتصادي، وقد اختبروا هذه الفرضية عن طريق الـترابط النـسبي بين هذه المتغيرات في اربع دول نامية واظهرت النتائج ان تنمية سوق الأوراق الماليـة يـؤثر في النمو الأقتصادي من خلال تأثيره في انتاجية الأستثمار على المدى البعيد(1).

رابعاً: بناء المحافظ الاستثمارية وإدارتها

شغلت المحفظة الاستثمارية حيزاً مهماً في الدراسات الاستثمارية إذ تعـد أداة مركبـة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مـسؤول عنهـا يسمى مدير المحفظة (Portfolio Manager).

ويمكن تعريف المحفظة الاستثمارية على إنها :توليفة من الأدوات الاستثمارية التـي تضم أدوات مالية (مثل الأسهم والسندات والاذونـات... والـخ.)وأدوات حقيقيـة (مثل العقارات والمعادن النفيسة والنتاجات الفنية... والخ)(2)، وعرفت ايـضاً بأنهـا : مجموعة من الموجودات سواء أكانت حقيقية كالعقارات والمجوهرات وغيرها أو عـلى شكل موجودات مالية كالأسهم والسندات(3)، إذ تقع هذه التوليفة أو المجموعة تحـت إدارة واحدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة استثمارية في ظـل منـاخ

(1) للمزيد انظر:

- مثنى عبد الرزاق الدباغ، تأثير الأسواق المالية في النمو الأقتصادي لبلدان نامية مختارة، اطروحة دكتـوراه، كليـة الإدارة والأقتصاد، جامعة الموصل، 2006، ص 50.

(2) د. محمد عوض عبد الجواد و علي ابراهيم الشريفات، الاستثمار في البورصـة (اسـهم- سـندات- اوراق ماليـة)، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2006، ص21.

(3) Elton,j. Edwin and Gruber, j. Martin," **Modern portfolio theory and Investment analysis**" 5th ed. John Wily & sons, Inc,1995,p. 2

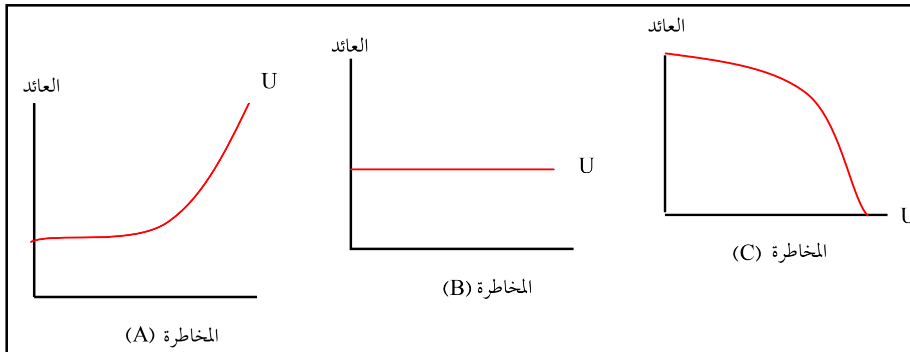
استثماري ملائم تتوافر فيه الفرص المربحة. وبالإمكان أن تشكل المحافظ الاستثمارية من بضعة استثمارات يحتفظ بها الاشخاص، كذلك يمكن إن تشكل من المئات أو حتى الآلاف من الاستثمارات التي تدار من لدن شركات الاستثمار المتخصصة[1].

وتنسب نظرية المحفظة إلى (Markowitz) الذي صاغها عام 1952 ثم توالت الدراسات والتطويرات بعد ذلك على أيدي آخرين أمثال: (Turner, Conen, Sharp) وغيرهم[2].

لقد بنى ماركويتز نظريته على أساس إن لكل مستثمر منحنى منفعة تجاه الأستثمار والمنفعة قد تكون متزايدة أو ثابتة أو متناقصة مع زيادة عائد الاستثمار ولما كان قرار الاستثمار عبارة عن مبادلة أو مقايضة بين العائد (Return) و المخاطر (Risk) فإن منحنى المنفعة الحدية للعائد من الأستثمار يأخذ الأشكال الآتية:

شكل (5)

منحنيات المنفعة للعائد والمخاطر



المصدر: طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، الطبعة الأولى ، دار المستقبل للنشر والتوزيع،عمان- الأردن ، **1997**،ص77.

(1) MC-Menamin, Jim,"**Financial Management"**, Rutledge, pud-inc,London and M.Y,1999, p. 198.
(2) Jones, p.Charles,"Investment: Analysis and Management", 7th ed. John Wiley & sons, INC,2000. p.176.

في الشكل (A) فأن المستثمر لا يكون مستعداً لتحمل المزيد من المخاطر إلا إذا كان العائد المتوقع كبيراً، وهذا يعني إن المنفعة للعائد تزداد كلما زادت المخاطرة. أما الشكل (B) فإن المستثمر في هذه الحالة يكون مستعداً لتحمل المزيد من المخاطرة حتى لو يبقى العائد ثابتاً وهذا يعني إن المنفعة الحدية للعائد ثابتة مع زيادة المخاطرة. وفي الشكل (C) فأن المستثمر يكون مستعداً لتحمل المزيد من المخاطرة حتى لو تراجع العائد وهذا يعني ان المنفعة للعائد تقل كلما زادت المخاطرة[1]. وتعتمد مدى فاعلية المحفظة الاستثمارية على ثلاثة عوامل رئيسة هي:

1. توليفة متنوعة من الأدوات الاستثمارية التي تتسم بجدواها الاقتصادية.
2. إدارة تتميز بكفاءة عالية الأداء.
3. مناخ استثماري يتصف بالاستقرار العام ووجود فرص استثمارية متعددة.

وهناك أنواع كثيرة للمحافظ الاستثمارية أبرزها[2]:

1. محفظة الدخل: وهذه المحفظة تبحث عن تحقيق أقصى العوائد سواء أكانت من التدفقات الاعتيادية أو من فروقات الأسعار ولا خلاف حول تركيز الإدارة في هذه المحفظة على اكبر حجم وأسرع وقت غير إن المسألة تختلف حول علاقة العائد بالمخاطرة إذ تتباين هنا سلوكيات المدراء ما بين النمو والمغامرة.

---

(1) طاهر حيدر حردان، مباديء الاستثمار، مصدر سبق ذكره، ص 77.

(2) للمزيد انظر:

- Rusell J. Fuller & Jannes Farrell, Modern Investment and security Analysis, Mc Grow Hill, U.S.A, 1987, P. 563.
- Gordan J. Alexander&William F. Sharp & Jeffery, V. Bailey, Fundamentals of Investments, 2nd Edition, Prentice- Hall, New Jersey, 1993, P.437.

2. محفظة النمو: وهذه المحفظة تبحث عن كيفية الحفاظ على وتائر نمو كل من الأصول والعوائد، وأن معدلات النمو تكون المعيار الأساسي لإنتقاء الأدوات الاستثمارية في الأسواق المالية، وتعتمد هذه المحفظة على شراء أسهم الشركات التي تحقق نمواً في مبيعاتها ومن ثم في إيراداتها على مر السنوات.

3. المحفظة المتخصصة في الصناعات: وهي تلك المحفظة التي تتخصص في الأستثمار بأسهم شركات صناعية مختارة مثل شركات الحديد والصلب أو الشركات النفطية وغيرها من الشركات الصناعية وهي حالة نادرة أو مؤقتة لأن التخصص في المحفظة لا يتلاءم مع مبادئ وأسس المحافظ الأستثمارية وهي التنويع.

4. المحفظة المتوازنة: وتهدف إلى تحقيق التوازن العام للأستثمارات الخاصة في مكوناتها من خلال ربط التوازن قصير الأجل (في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع إلى السيولة) والطويل الأجل. ولمدير المحفظة الاستثمارية أهمية كبيرة في تحديد إستراتيجية المحفظة وقراراتها،ويعد من أهم القرارات الإستراتيجية لمدير المحفظة هو ما يعرف بقرار المزج الرئيسي (Major Mix Decision)، الذي يتم بمقتضاه تحديد التركيبة أو التشكيلة الأساسية لأصول المحفظة، وتبرز في هذا القرار مهارة المدير في الوصول إلى ما يعرف بتكوين المحفظة المثلى (Optimum Portfolio) التي يحقق من خلالها الحد الأقصى من مزايا التنويع وبدرجة تحقق هدفه الرئيس في تعظيم العائد وتخفيض المخاطر إلى حدها الأدنى[1]. ومن الجدير بالذكر إن مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى ليس مفهوماً مطلقاً وإنما هو مفهوم نسبي، لذا يصعب تحديد

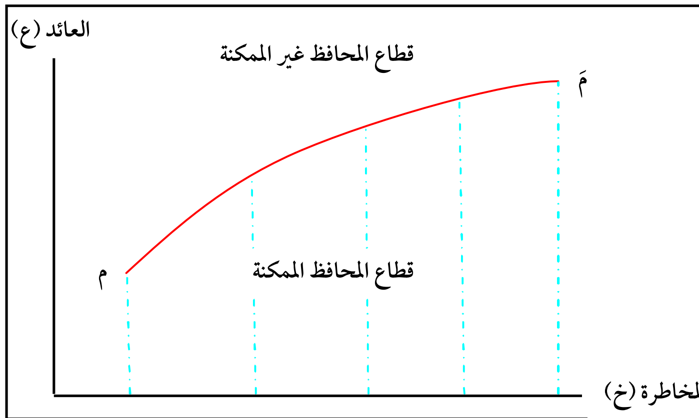
(1) د. محمد مطر و د. فايز تيم، ادارة المحافظ الاستثمارية، مصدر سبق ذكره، ص 205.

نموذج عام وموحد يرسم مواصفات هذه المحفظة، وعليه يمكن تعريفها من وجهة نظر المستثمر الرشيد بأنها تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية، وبكيفية تجعلهـا أكثـر ملائمـة لتحقيـق أهـداف المستثمر أو من يتولى إدارتها[1].

إن بناء المحفظة الاستثمارية المثلى يتطلب من المستثمر أو مـدير المحفظـة تحديـد مـا يعرف بمنحنى المحافظ المثلى والـذي يطلـق عليـه البـاحثون مـصطلح الحـد الفعـال (Efficient Frontier)، إذ يمثل هذا المنحنى النقاط الممثلة لمجموعة المحافظ المثلى ويرسـم عن طريق تحليل العلاقة القائمة بين عنصري العائد والمخاطرة وذلـك مـن واقـع بيانـات تاريخية لهذين العنصرين وفي مجالات استثمار مختلفة ومثلما هو موضح في الشكل (6).

شكل (6)

منحنى المحافظ المثلى (الحد الفعال)



المصدر: طاهر حيدر حردان، مبـادئ الأسـتثمار، الطبعـة الأولى، دار المـستقبل للنـشر والتوزيـع،عـمان- الأردن، 1997، ص78.

(1) غازي فلاح المؤمني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثـة، دار زهـران للنـشر والتوزيـع، عـمان – الأردن، 2000، ص109.

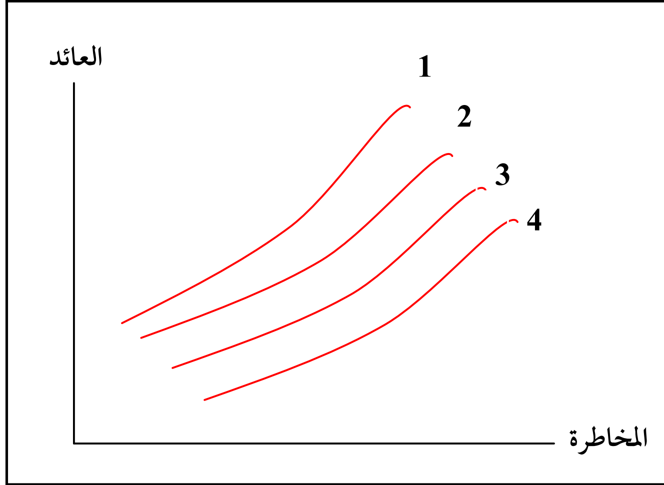
في الشكل أعلاه يمثل المحور الرأسي منه العائد على الاستثمار (ع)، والمحور الأفقي يمثل المخاطرة (خ)، فإن الحد الفعال أو منحنى المحافظ المثلى يتمثل في المنحنى (م م/) بحيث تقسم مجالات الاستثمار المتاحة أمام المستثمر على قطاعين رئيسين هما: القطاع غير المظلل (القطاع الأعلى) على يسار المنحنى، إذ يمثل مجموعة المحافظ غير المتاحة أو غير الممكنة بالنسبة للمستثمر (Infeasible Portfolios)، وقطاع أدنى يتمثل بالقطاع المظلل على يمين المنحنى ليمثل مجموعة المحافظ المتاحة أو الممكنة للمستثمر.

وبالنظر للعلاقة الطردية بين العائد على الاستثمار و المخاطرة فمن مصلحة المستثمر أن يختار محفظته المثلى في نقطة ما من نقاط القطاع الاعلى غير المظلل، وذلك لأن أي محفظة يختارها هناك وتحت مستوى مخاطرة معين ستحقق له عائداً أعلى من العائد الذي تحققه له أي محفظة من القطاع المظلل. ولكن وبسبب إن المحافظ الواقعة في هذا القطاع (غير المظلل) ليست متاحة عملياً بالنسبة للمستثمر، لذا سيضطر المستثمر للبحث عن محفظته الاستثمارية المثلى في حدود القطاع المظلل.

وتعد عملية اختيار النقطة الممثلة للمحفظة المثلى الخاصة بمدير المحفظة أو المستثمر على المنحنى (م مَ) بمنزلة الخطوة الثانية في بناء هذه المحفظة، وهنا يمكن الاستعانة بمفهوم منحنيات المستثمر لتعكس خارطة المستثمر وتمثل تفضيلاته في المفاضلة بين العائد والمخاطرة فكلما كان المنحنى اشد ميلاً دَّلَ ذلك على ان المستثمر اكثر تجنباً للمحافظ ذات المخاطر العالية وكلما كان المنحنى اقل ميلاً تبين إن المستثمر اقل تجنباً للمحافظ ذات المخاطر العالية ومثلما موضح في الشكل (7).

شكل (7)

منحنيات المستثمر لاختيار المحفظة الاستثمارية

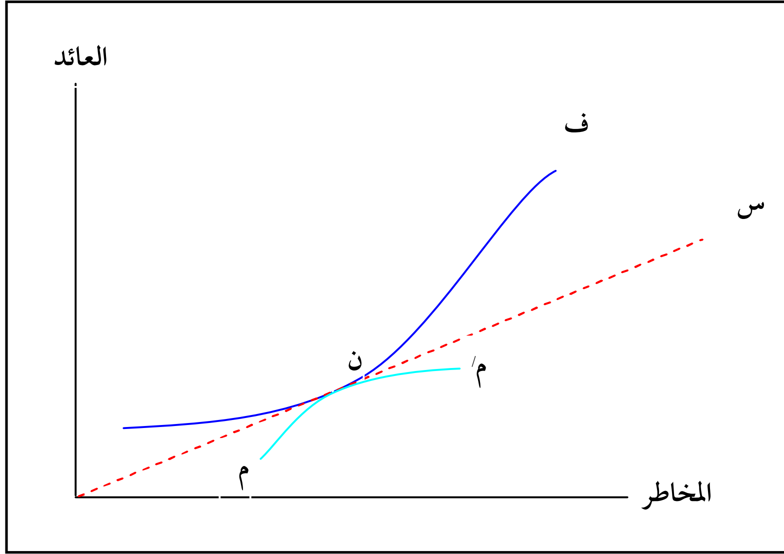


المصدر: د.محمد مطر و د.فايز تيم، إدارة المحافظة الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنـشر والتوزيـع، عمان- الأردن ، **2005**، ص **211**.

\وبناء على ما تقدم يتم تحديد المحفظة المثلى للمستثمر عند نقطة التماس (Point of Tangency) لأحد منحنيات المستثمر مع الحد الفعال أو منحنى المحافظ المـثلى ومـثلما هو موضح في الشكل (8).

شكل (8)

تحديد نقطة المحفظة المثلى



المصدر: د. خالد وهيب الراوي الاستثمار (مفاهيم/ تحليل/ استراتيجية) الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، **1999**، ص**142**.

يلاحظ في الشكل (8) منحنى (ف) ويمثل منحنى المستثمر ويمثل (س) خط السوق. أما (م م/) فيمثل الحد الفعال، وتمثل النقطة (ن) المحفظة المثلى للمستثمر والناتجة عن تماس الحد الفعال مع احد منحنيات المستثمر التي تمثل في الوقت نفسه توازن سوق الأوراق المالية، طالما كان المستثمر عند المحفظة المثلى (ن) يوازن بين خطر المحفظة والعائد المتوقع منها، فهي تتضمن اصولاً خطرة فضلاً عن إمكانية الإقراض والاقتراض على أساس معدل العائد على الاستثمار[1].

(1) د. منير ابراهيم هندي، الادارة المالية (مدخل تحليل معاصر)، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية – مصر، 2004، ص 446.

خامساً : مداخل تحليل سوق الأوراق المالية

تتحرك الأسعار في سوق الأوراق المالية على المدى الطويل ارتفاعاً وانخفاضا نتيجة تفاعل عدد من العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، أما في المدى القصير فإن كثيراً من قرارات التداول تبنى في جانب كبير منها على اختيارات نفسية، إذ إن حركة الأسعار تحكمها تطلعات وتوقعات المستثمرين ورغبات المضاربين وجميع المتعاملين في هذه الأسواق. وهناك مدخلان أساسيان لتحليل سوق الأوراق المالية هما:

أ. التحليل الاساسي Fundamental Analysis:

وهي طريقة علمية تقوم على تحليل البيانات والمعلومات المالية والاقتصادية بهدف التعرف على عوائد الأوراق المالية المتوقعة والمخاطر المصاحبة لذلك[1]. وتشمل طريقة التحليل الاساسي للاوراق المالية مجموعة من المتغيرات الاقتصادية هي[2].

1. المتغيرات الاقتصادية الكلية: وتشمل تحليل الناتج القومي ومعدلات التضخم... الخ
2. المتغيرات الاقتصادية القطاعية: وتشمل تحليل القيمة المضافة لقطاعات ذوي الأوراق المالية محل التحليل وحجم الاستثمار وحجم التسهيلات الائتمانية للقطاع.
3. المتغيرات الاقتصادية الجزئية: وتشمل تحليل حجم القروض الممنوحة للمنشأة والمبيعات وإنتاجية العمل ورأس المال في المنشآت.

(1) Taimur, Baiy & Maumohan, S. Kumar, Fiscal and Monetary Nexus in emerging market economies, I.M.F, working paper, 2006, p.3.

(2). د. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع،عمان-الأردن، 2009، ص ص254-258.

4. السياسات الاقتصادية: وتشمل تحليل السياسات المالية متضمنةً الإنفاق العام والضرائب والرسوم، وتحليل السياسات النقدية متضمنة: معدلات الفائدة وعرض النقود والتسهيلات المصرفية وترتيب أصول المصارف.

ب- التحليل الفني (technical analysis)

تقوم هذه الطريقة على تحليل السوق من زاوية العرض والطلب للأسهم قيد التحليل ،إذ يركز هذا التحليل بصفة أساسية على حركة أسعار الأسهم الخاصة بشركة معينة أو مجموعة من الشركات أكثر من التركيز على محددات الربحية المتوقعة ،إذ يعتقد المختصون الذين يميلون إلى هذا النوع من التحليل إن حركة الأسعار في الماضي وحجم التعاملات المالية مؤشر لحركة الأسعار في المستقبل[1]. ويساعد التحليل الفني ايضاً متخذي القرار الاستثماري على معرفة جوانب عدة في سوق الأوراق المالية من أهمها[2]:

- تحديد اتجاهات أسعار الأوراق المالية خلال المدد الزمنية المقبلة.
- تحديد مستويات سعر الورقة المالية المستهدفة.
- دراسة السلوكيات النفسية للمتضاربين التي تكون مؤثرة في أداء السوق المالي.
- المساعدة في توقيت اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

وينصب اهتمام المحللين الفنيين على مقدار حركة الأسعار ومداها ، فضلاً عن المدة التي استغرقتها وكذلك حجم التداول، واهم من ذلك كله اثر هذه الحركة في وضع

(1) د. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية (اسهم – سندات – وثائق استثمارية – خيارات)، الدار الجامعية، الاسكندرية– مصر ، 2005، ص225.

(2) د. عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للاسواق المالية، الطبعة الثانية، دار البلاغ للنشر والتوزيع، مصر ، 2005، ص37.

السوق عامة ،ويركز المحلل الفني على معرفة اتجاه الأسعار ودراسة الأنماط السلوكية بأشكالها المختلفة وظواهرها التي غالباً ما تتكرر، مما يساعد على التنبؤ الصحيح بحركة الأسعار مستقبلاً[1]. وتحتل عملية توقيت البيع والشراء أهمية كبيرة في التحليل الفني ،وذلك لان التوقيت هو احد أهم عناصر العملية الاستثمارية، إن لم يكن أهمها على الإطلاق، ولذا فالمحلل الفني ينظر إلى حركة الأسعار في السوق على أساس إن السعر يعكس كل الأنباء والمعلومات المعلنة وغير المعلنة وكذلك توقعات جميع المتعاملين به، وهو ما يعرف بأن السوق يقوم بخصم كل المؤشرات ليبلورها ويعكسها في سعر التداول (market action discounts everything).

سادساً : مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

يعرف مؤشر السوق على انه : قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، إذ يتم تكوين هذا المؤشر و تحديد قيمته في البداية وتتم بعد ذلك مقارنة قيمة المؤشر عند أي نقطة زمنية، مما يتيح إمكانية معرفة تحركات السوق بالارتفاع أو الانخفاض، إذ يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاتها[2].

ويعد مؤشر السوق أو مجموعة المؤشرات مقياساً حقيقياً لأداء سوق الأوراق المالية سواء في البلدان المتقدمة أو في البلدان النامية[3]. فهي تلخص الأداء الإجمالي للسوق.

(1) د. عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للاسواق المالية، الطبعة الثانية، دار البلاغ للنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص37

(2) د. محمد صالح الحناوي و د. جلال العبد، بورصة الأوراق المالية، مصدر سبق ذكره، ص 251.

(3) للمزيد انظر:

- د. عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، اصدارات المعهد العربي للتخطيط، السنة الثالثة، العدد (27)، الكويت، 2004، ص 7.

ونظراً لكون المؤشر يتكون من شركات في قطاعات اقتصادية مختلفة ، فضلاً عن انه يعد اسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية ، فإنه يمكن أن يمثل مرجعاً واضحاً للمستثمر في سوق الأوراق المالية.

وتعد احد أهم وظائف المؤشرات هي تمثيل سوق الأوراق المالية عند قياس المخاطر النظامية (systematic risk) في الأصول الفردية أو المحافظ الاستثمارية، إذ يعد المؤشر وكيلاً (proxy) عن سوق معين. وبحساب علاقة عوائد الأصول بمؤشر السوق يكون حساب المخاطر النظامية التي تستخدم متغيراً أساسيا في نموذج تسعير الأصول لتحديد العوائد المطلوبة والتي تتكافئ مع مخاطر الأصل والمحفظة ، ومن ثم تحديد الأسعار المعدلة لهذه الأصول[1]. ولقياس أداء سوق الأوراق المالية هناك عدد من المؤشرات التي تعكس درجة تطور السوق وتقدمه ومن أهمها:

أ- **حجم السوق:** ويقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:

1- مؤشر القيمة السوقية (رسملة السوق Market Capitalization): ويقصد برسملة السوق مجموع قيم الأسهم المدرجة في السوق مضروباً بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضا إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، وغالباً ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المسجلة في البورصة على الناتج المحلي ألأجمالي[2]. ويعد فريق من المحللين

(1) Frank, K., Reilly & Keith, C., Brown, "Investment – Analysis and portfolio management", 7th ed.,Australia Thomson, south western, 2003, p. 150

(2) عباس كاظم الدعمي، اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الإدارة والأقتصاد – جامعة الكوفة، 2008، ص 107.

الاقتصاديين إن رسملة السوق يرتبط ارتباطاً وثيقاً بالقدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر(1).

ويعد مؤشر رسملة السوق مرآة تعكس مستوى نشاط السوق، إذ كلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على ارتفاع حجم السوق(2).

2- مؤشر عدد الشركات: ويشير هذا المؤشر إلى عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية (السوق المنظمة). إذ تعكس الزيادة في عدد الشركات التطور في السوق المالي بصورة عامة(3).

ب- **سيولة السوق**: وهناك مؤشران اساسيان لقياس سيولة سوق الأوراق المالية وهما:

1- معدل دوران السهم (٪): ويشير هذا المؤشر إلى النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو أسهم مجموعة من الشركات داخل قطاع واحد بغية التعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة ولاستخراج هذا المؤشر نتبع الصيغة الآتية:

$$\text{معدل دوران السهم (٪)} = \frac{\text{اجمالي الأسهم المتداولة أو (حجم التداول)}}{\text{القيمة السوقية}} \times 100$$

(1) Ross Levine & Sara Zervos, Capital Control Liberalization and stock market Development, The W.B, policy research, working paper, Washington, 1996, p.10

(2) للمزيد انظر:

- د. عماد العاني، اندماج الاسواق المالية الدولية (اسبابه، انعكاساته على الأقتصاد العالمي)، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، بغداد، 2002، ص 60.

(3) د. اميرة حسب الله محمد، محددات الأستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة العربية (دراسة مقارنة)، الدار الجامعية، الأسكندرية – مصر، 2005، ص 65.

2- مؤشر حجم التداول: وهو قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات وبمختلف الأسعار خلال مدة زمنية معينة، ويقاس هذا المؤشر من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويقاس مؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات بوصفه نسبة من الناتج المحلي ألأجمالي ومن ثم فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويفضل استخدام المؤشرين معاً وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن السوق المالي[1]. ولأستخراج هذا المؤشر نتبع الصيغة الاتية :

$$\text{حجم التداول} = \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

ج- **المؤشر العام لأسعار الأسهم**: وهو مؤشر إحصائي يقيس الأداء الكلي للسوق، ويتكون هذا المؤشر من معدل أسعار مجموعة من الأسهم تستخدم مقياساً للحركة العامة للسوق، مع وجود عدد من الأسهم في كل سوق مالية ولصعوبة قياس الاتجاه العام لنشاط السوق، كان لابد من التوصل إلى استخراج مؤشر خاص لكل سوق مالي، وهو يمثل متوسط أسعار الأسهم (للشركات المدرجة في السوق لحساب المؤشر) يومياً ويتم الأستناد إليه في عمليات التداول اليومية، ولذا يلاحظ إن لكل سوق مالي مؤشره الخاص به.

ويحتل المؤشر العام لأسعار الأسهم أهمية كبيرة لكافة المتعاملين في السوق المالي، لما لهذا المؤشر من تأثير في تحديد القرارات الاستثمارية للمستثمرين في السوق.

(1) Ross Levine and Sara Zervos, Capital contrdiberalization and stock development, Op cit, p. 4.

سابعاً: أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية

تمثل مؤشرات السوق مجموعة الأسهم والسندات لعدد من الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية بوصفها ممثلة للأسهم والسندات المتداولة في السوق الحاضرة، وتعكس حركة أسعارها الاتجاهات المستقبلية للأسعار في هذا السوق ومن ثم تصبح أداة للمضاربة عليها بقصد تحقيق الربح، وهكذا فإن عدد الأسهم الممثلة للمؤشر تعكس حدود استخدامه بوصفه مقياساً لمتابعة أداء شركات هذه الأسهم وتقييمها. وهناك عدد من الأساليب لبناء مؤشرات سوق الأوراق المالية من أهمها:

أ- المؤشرات المبنية على المتوسط الموزون للسعر:

يعد مؤشر داو جونز الصناعي (Dow Jones Industrial Average) أفضل مثال على مثل هذه المؤشرات ، إذ يعد من أقدم وأشهر المؤشرات المستخدمة في البورصات العالمية ، وقد نشر لأول مرة في عام (1897) بجريدة وول ستريت بنيويورك ويقيم بأسهم أهم واكبر (30) شركة صناعية في أمريكا.

وبالإمكان تحديد قيمة مؤشر داو جونز كمثال على المؤشرات المبنية على المتوسط الموزون للسعر كالأتي[1]:

$$\text{قيمة مؤشر داو دونز} = \text{مجموع أسعار أقفال اليوم لأسهم المؤشر} \div \frac{\text{مجموع أسعار اليوم السابق}}{\text{قيمة المؤشر في اليوم السابق}} \times 100$$

وسنورد المثال الآتي لإظهار تطور حالة السوق بفرض إن المؤشر في اليوم السابق

(1) د. نظير رياض محمد الشحات، ادارة محافظ الاوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، جامعة المنصورة، مصر، 2007، ص 140.

كان (40نقطة).

الأسهم	أسعار الأسهم في اليوم السابق	أسعار الأسهم عند الإقفال اليوم
أ	65 دولاراً	75 دولاراً
ب	40 دولاراً	45 دولاراً
ج	30 دولاراً	25 دولاراً
د	25 دولاراً	35 دولاراً
الاجمالي	160 دولاراً	180 دولاراً

ولاستخراج قيمة المؤشر اليوم نعتمد على القانون السابق.

أي قيمة المؤشر اليوم = $\frac{180}{40 \div 160}$ = 45 نقطة

مقدار التحسن في قيمة المؤشر = 45 – 40 = 5 نقاط صعوداً.

ولأستخراجه كنسبة مئوية = (5÷ 40) × 100٪ = 12.5 ٪ صعوداً.

وعلى الرغم من شهرة هذا المؤشر إلا أن هناك مجموعة من الأنتقادات توجه له ومن أهمها صغر حجم العينة مقارنة بمجتمع الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك إذ يحتوي على أسهم (30) شركة فقط مقارنة بعدد الشركات المدرجة في البورصة والبالغة (1700) شركة. وطريقة ترجيح أسهم المؤشر باستخدام القيمة السوقية للسهم، فضلاً عن تحيز المؤشر للشركات الصناعية الكبرى، ولذا فهو أكثر ملائمة لأستخدامه لقياس محافظ الأستثمارات المتضمنة أسهم هذه الشركات فقط.

ب- المؤشرات المبنية على أساس القيمة:

ويوجد مؤشران من أشهر المؤشرات التي تبنى على أساس القيمة هما[1]:

1- مؤشر كولس (Cowles Index): في عام 1949 قدم (الفريد كولس) مؤشر كولس الذي استخدم فيه بيانات 1871 لكل الاسهم المسجلة في بورصة نيويورك وكان أول مؤشر يقوم على أساس إعطاء وزن لكل سهم بناء على معدل الرسملة الخاص بالسهم (أو القيمة السوقية للسهم).

2- مؤشر ستاندرد و بور S & P Index: يعد مؤشر كولس أساس مؤشر ستاندرد و بور الأكثر شهرة واستخداماً الآن أو المعروف باسم (S & P 500) ، إذ بدأ تكوين هذا المؤشر في 4 مارس 1957 وفي ذلك الوقت كانت الأسهم التي يتكون منها المؤشر تعادل نسبة 90٪ من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك.

وبالإمكان حساب هذا المؤشر من خلال الخطوات الآتية[2]:

1- استخراج القيمة السوقية =عدد الأسهم المتداولة × سعر السهم

2- إيجاد الوزن النسبي لكل سهم = $\left(\frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة السوقية الكلية – عدد الأسهم}}\right) \times 100$

3- حساب قيمة المؤشر على أساس القيمة= $\left(\frac{\text{أسعار الأسهم × أوزانها لليوم المراد استخراجه}}{\text{أسعار الأسهم × أوزانها في اليوم الأساس}}\right) \times 100$

(1) د. محمد صالح الحناوي و د. جلال العبد، بورصة الأوراق المالية، مصدر سبق ذكره، ص 253.

(2) محمد ابراهيم الشبلي وطارق ابراهيم الشبلي، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، عمان – الأردن، 2000، ص 153.

وللتوضيح أكثر نورد المثال الأتي عن احد الأسواق المالية.

الأسهم	عدد الأسهم	سعر السهم (بالدولار)	القيمة السوقية (بالدولار)	الوزن النسبي لكل سهم
أ	160	15	2400	٪14.63
ب	150	10	1500	٪9.15
ج	250	20	5000	٪30.49
د	300	25	7500	٪45.73
المجموع			**16400**	

قيمة المؤشر في اليوم الأول= (وزن السهم (أ) × سعره + وزن السهم (ب) × سعره +..... وزن السهم ن × سعره) / (وزن السهم (أ) × سعره + وزن السهم (ب) × سعره +..... وزن السهم ن × سعره)

أي قيمة المؤشر اليوم = $\frac{(45.73\times25)+(30.49\times20)+(9.15\times10)+(14.63\times15)}{(45.73\times25)+(30.49\times20)+(9.15\times10)+(14.63\times15)}$

= 100

ولحساب قيمة المؤشر أعلاه في اليـوم الثـاني وبـافتراض حـدوث تغيـير في أسـعار الأسهم الأربعة وعلى التوالي (20، 15، 15، 23)، فتتغير القيمة السوقية لكل سهم ومن ثم تتغير أوزان الأسهم تبعاً لذلك وكالأتي:

الأسهم	عدد الأسهم	سعر السهم (بالدولار)	القيمة السوقية (بالدولار)	الوزن النسبي لكل سهم
أ	160	20	3200	٪19.86
ب	150	15	2250	٪13.98
ج	250	15	3750	٪23.29
د	300	23	6900	٪42.87

$$\text{قيمة المؤشر في اليوم الثاني} = \frac{(42.87\times23)+(23.29\times15)+(13.98\times15)+(19.86\times20)}{(45.73\times25)+(30.49\times20)+(9.15\times10)+(14.63\times15)} = 94.1$$

$$\text{ولذا فإن عائد السوق في اليوم الثاني هو} = \frac{100 - 94.1}{100} = (0.059)$$

أي ان هذا المؤشر انخفض بمقدار (0.059) نقطة نتيجة انخفاض سعر السهمين (ج، د) وعلى الرغم من ارتفاع السهمين (أ، ب) ولكن القيمة السوقية للسهمين (ج، د) اكبر وهذا ادى إلى انخفاض المؤشر.

ج- المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية

تقوم فكرة هذا المؤشر على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتضمنها هذا المؤشر، ويمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم في اليوم الحالي على سعر السهم في اليوم السابق، وبعد ذلك يتم حساب الوسط الهندسي للأسعار ومن ثم تحديد قيمة المؤشر وذلك بضرب الوسط الهندسي للأسعار بأساس المؤشر الذي يمثل قيمة المؤشر في بداية تكوينه ويتم تحديده من لدن الخبراء القائمين على بناء المؤشر، وفي اغلب الأحيان تعادل هذه القيمة (100) أو مضاعفاتها.

وتتضمن آلية بناء المؤشر المستند إلى أساس الأسعار النسبية خطوات عدة هي[1]:

1- حساب السعر النسبي لكل سهم= $\frac{\text{سعر السهم في اليوم المقارن}}{\text{سعر السهم في اليوم الأساس}}$

(1) انظر في ذلك:

- د. محمد صالح الحناوي و د. جلال العبد، بورصة الأوراق المالية، مصدر سبق ذكره، ص 260.

2- حساب الوسط الهندسي للأسعار = $(\text{س}_1 \times \text{س}_2 \times \text{س}_3 \times \ldots\ldots \times \text{س}_{\text{ن}})^{1/\text{ن}}$

إذ يمثل:

س1: السعر النسبي للسهم الأول.

س2: السعر النسبي للسهم الثاني.

ن: عدد الأسعار النسبية.

حساب قيمة المؤشر = الوسط الهندسي للأسعار × أساس المؤشر

الفصل الثالث

3

المصارف الإسلامية والتحديات العالمية الجديدة

- المصارف الإسلامية وتحديات العولمة والتحرر المالي
- المصارف الإسلامية وتحديات بازل 2
- استراتيجيات البقاء للمصارف الإسلامية
- المصارف الإسلامية وعلاقتها بالسوق المالي
- طبيعة السوق المالي الإسلامي
- ضرورة السوق المالي الإسلامي للمصارف الإسلامية
- صناديق الاستثمار الإسلامية ودورها في السوق المالي

المصارف الإسلامية والتحديات العالمية الجديدة

أولاً: المصارف الإسلامية وتحديات العولمة والتحرر المالي

شهد القطاع المالي في السنوات الأخيرة عدداً من التحديات التي فرضتها العولمة والتدويل وتحرير التجارة في الخدمات المالية التي انعكست آثارها في الأنشطة الاقتصادية العالمية كافة في ظل الاتجاه المتزايد نحو التكتل والاندماج وتكوين كيانات عملاقة تمكن من تحقيق وفورات الحجم الكبير، مما يعزز القدرة التنافسية. وفي ظل هذه البيئة الاقتصادية المنطوية على المخاطر المرتفعة والمنافسة الشرسة، استطاعت مفاهيم وأدوات العمل التمويلي الإسلامي الوصول إلى بناء قاعدتها، وباتت الصناعة المصرفية الإسلامية تحظى باهتمام الجهات المصرفية الفاعلة على المستويين الإقليمي والدولي.

ومن واقع القطاع المصرفي في السنوات المنصرمة برزت المؤسسات المصرفية الإسلامية وباتت تضم قرابة (270) مصرفاً تربو أصولها الإجمالية على (260) مليار دولار. إن هذه الإحصائيات تشير وبصورة واضحة إلى قوة القطاع المصرفي الإسلامي وتنامي قدراته في تحقيق درجة نمو وبمعدلات عالية جداً تناهز بين 13٪ - 16٪ سنوياً[1].

وعلى الرغم من هذا التطور الكبير الذي لحق بالمصارف الإسلامية إلا إنها تتعرض

(1) د. صلاح محمد علي زين الدين، رؤية بعض الاكاديميين الالمان لواقع ومستقبل المؤسسات المالية الإسلامية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الأسلامية، غرفة صناعة وتجارة دبي، المجلد الرابع، 2005، ص 1355.

إلى تحديات كبيرة في ظل الانفتاح الاقتصادي وعمليات التحرر المالي، فقد كانت أهم المشكلات التي تتعرض لها المصارف الإسلامية في سبعينات القرن الماضي تدور حول الآراء الفقهية المتعلقة بضبط معاملات المؤسسات المالية الإسلامية لتتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية. أما في بداية القرن الحادي والعشرين فقد أصبح السؤال المحوري هو كيفية توافق الأدوات المالية الغربية مع مبادئ الشريعة الإسلامية بحيث تطبق المؤسسات المالية الإسلامية أدوات تمويل حديثة ولكنها لا تتعارض مع مبادئ الاقتصاد الإسلامي.

وهناك اتجاهات لتكييف واقتباس بعض الأدوات المالية الغربية الحديثة مثل الخيارات (Options) والمستقبليات (Futures) طالما إنها لا تتعارض ومبادئ الاقتصاد الإسلامي ومن غير المنطقي الإصرار على رفض العمل بها في البنوك الإسلامية لمجرد إنها شكل من أشكال المعاملات المالية الحديثة المتداولة في المؤسسات التقليدية لإمكان الإفادة منها والتعامل بها بشكل لا يتعارض واحكام الشريعة الإسلامية. وبالإمكان إجمال أهم الصعوبات والتحديات التي تواجهها المصارف الإسلامية في ظل التحرر المالي وهي:

1- **تحديات الوعي المالي الإسلامي:**

تعد من الصعوبات الكبيرة التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية قلة الوعي المالي الإسلامي، ويرجع ذلك إلى غياب مؤسسات البحث والتطوير داخل المصارف الإسلامية، إذ يعد التطور التكنولوجي والتعليم والتدريب والبحث والتطوير (Research and Development) أهم أركان نمو العمل المصرفي الإسلامي الذي

مازال في مراحله الأولى مقارنة بالعمل المصرفي التقليدي ، ثم إن عمليات البحث والتطوير (R & D) في القطاع المالي والمصرفي للدول المتقدمة لاتلاقي الاهتمام نفسه لدى المصارف الإسلامية، أذ يوجد قدر ضئيل من البحوث والدراسات الساعية نحو تطوير الأدوات المالية الإسلامية.

2- **تحديات مؤسسية وتنظيمية:**

يعد بناء كيان أو إطار مؤسسي سليم اخطر تحدي تواجهه المصارف الإسلامية وعمليات التمويل الإسلامية، فلكل نظام متطلباته المؤسسية والبنوك الإسلامية لا تستطيع بمفردها رعاية جميع متطلباتها المؤسسية التي يفترض أن توفر سبلاً بديلة لتلبية احتياجات التمويل الإستثماري والاستهلاكي. ولمواجهة هذا التحدي لابد من تبني منهج عملي وعلمي تجاه بناء هذا المحيط وذلك بوضع الإطار القانوني المناسب والسياسات الداعمة للعمل المصرفي الإسلامي[1].

3- **تحديات تشغيلية:**

وتتمثل هذه التحديات بحاجة المصارف الإسلامية إلى محفظة متنوعة من الأدوات المالية التي تتيح لها المرونة الكافية للاستجابة لشتى المتطلبات التي تفرضها التغيرات الاقتصادية، وهنا ظهرت الحاجة إلى ما أطلق عليه (الهندسة المالية) على وفق المنهج الإسلامي بابتكار أدوات مالية تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية[2].

(1) د. عثمان بابكر، نمو الصناعة المصرفية الإسلامية والتحديات التي تواجهها، اتحاد المصارف العربية، بيروت – لبنان، 2002، ص 40.

(2) د. سامي سويلم، صناعة الهندسة المالية (نظرات في المنهج الإسلامي)، ندوة الصناعة الإسلامية، الاكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 14.

وتتمثل الهندسة المالية الناجحة في المصارف الإسلامية في ضرورة توقع احتياجات العملاء بشكل مستمر وتلبية هذه الاحتياجات بشكل متطور والتحول نحو زيادة القدرات والإمكانات التنافسية وإرساء المعايير المالية التي تكفل تطور المصارف الإسلامية.

4- المنافسة غير المتكافئة مع البنوك التقليدية العالمية:

وتعد من التحديات المهمة التي تواجه عمل المصارف الإسلامية في ظل الانفتاح الاقتصادي والعولمة المالية،إذ تتمثل بالمنافسة غير المتكافئة من لدن البنوك التقليدية في أنحاء العالم والتي تمارس العمل المصرفي الربوي، فضلاً عن ممارسة أساليب النظام المصرفي الإسلامي وتحديداً عمالقة المصارف العالمية مثل تشيس مانهاتن وسيتي بنك وغيرها[1]. والمنافسة ضرورية لنمو أي صناعة فهي تجبر الشركات التي تفتقد الكفاءة على تطوير مستواها أو الخروج من سوق العمل، إلا إن دخول المصارف الإسلامية في حيز المصارف العالمية يضع هذه المصارف أمام حالة منافسة غير متكافئة نظراً للإمكانات التكنولوجية الهائلة لهذه المصارف العملاقة في تقديم خدمات متنوعة والإنفاق على عمليات البحث والتطوير (R & D)، ولذا يجب على المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية تطوير الأدوات المالية الحالية وابتكار الجديدة منها لتواكب التحولات الحالية والمستقبلية في أسواق المال الدولية[2].

(1) د. ماجدة احمد شلبي، مستقبل الصناعة المصرفية في ظل التحديات الدولية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، غرفة تجارة وصناعة دبي – الامارات العربية المتحدة، المجلد الخامس، 2005، ص 1879.

(2) انظر في ذلك:

-Robert, W. Kolb, " Futures, options and Swaps", 3rd Edition, Black well Publishers Inc., 2000, p.2.

ثانياً: المصارف الإسلامية ومتطلبات (بازل 2)

ترتكز اتفاقية (بازل 1) على معيار نسبة كفاية رأس المال وقياسه (رأس المال مقسوماً على مجمل أصول المصرف موزونة بأوزان مخاطر معينة متفق عليها) والتي لا يجب أن تقل عن (8٪)، لتغطي مخاطر الائتمان وأضيفت لها مخاطر الأسواق في عام 1996. فضلاً عن انه في ظل هذه الاتفاقية فإن المصارف تتلقى المخاطر وتحاول أن تحصن نفسها بتوفير موارد مالية ذاتية كافية لتغطية هذه المخاطر، ولم تتضمن هذه الاتفاقية وجوب أن يكون لدى المصارف نظامٌ لإدارة المخاطر[1].

وبدأ العمل على وضع اتفاقية جديدة لرأس المال منذ عام 1999 في أعقاب الأزمات المالية التي عصفت باقتصاديات جنوب شرق آسيا وروسيا والأرجنتين، والتي لفتت انتباه المؤسسات المالية الدولية والإقليمية على العلاقة الوثيقة بين سلامة القطاع المالي وتحديداً المصرفي منه وقوة وديناميكية النشاط الاقتصادي[2]. فأصدرت لجنة بازل للرقابة على المصارف اطاراً جديداً لاتفاقية بازل الخاصة برأس المال (بازل 2) تحت عنوان (الالتقاء الدولي -المقياس ومعايير رأس المال - International Convergence of Capital Measurement and capital Standards). وحلت هذه الاتفاقية الجديدة محل الاتفاقية القديمة (بازل 1) في بداية عام 2007، إذ تهدف هذه الاتفاقية إلى تحسين

(1) للمزيد انظر:

- سي بول هالوود و رونالد ماكدونالد، النقود والتمويل الدولي، دار المريخ للنشر والتوزيع، تعريب د.محمود حسن حسني ومراجعة د.ونيس فرج، المملكة العربية السعودية، 2007، ص ص599-602.

(2) سامر سنقرط، المقررات الجديدة للجنة بازال لرأس المال، مجلة البنوك في الأردن، المجلد الثاني والعشرون، العدد التاسع، 2003، ص 41.

ودعم إدارة المخاطر لتعزيز الاستقرار المالي العالمي. ويعد من ابرز المتطلبات الجديدة لمقررات (بازل 2) قيام المصارف بإنشاء دوائر مستقلة ومتخصصة لإدارة المخاطر المصرفية مع التركيز بشكل خاص على إدارة المخاطر التشغيلية، إذ إن على المصارف أن تقوم بإدارة أربع مخاطر رئيسة هي[1]:

1- مخاطر الائتمان
2- مخاطر السوق
3- مخاطر التشغيل
4- مخاطر السيولة

إن مفهوم المخاطرة هو مفهوم يستخدمه المدققون والمدراء للتعبير عن مخاوفهم إزاء التأثيرات المحتملة لمجموعة من الأحداث الممكنة التي قد تحدث في بيئة غير مؤكدة، إذ أن كل حدث من هذه الاحداث قد يؤدي إلى إحداث نتائج كبيرة على المصرف أو المؤسسة، واجمالاً نستطيع القول بأن المخاطرة هي الانكشاف لحالة عدم التأكد من النتائج. وتتمحور اتفاقية (بازل 2) على ثلاثة أركان رئيسة هي[2]:

1- **كفاية رأس المال:** إذ تحدد هذه الاتفاقية الحد الأدنى لمتطلبات رأس المال لتغطية مخاطر الائتمان ومخاطر الأسواق ومخاطر التشغيل ومخاطر السيولة. وتتضمن الاتفاقية مجموعة من الطرائق لحساب رأس المال المطلوب لتغطية كل نوع من هذه المخاطر.

---

(1) نزار كاظم وسالم جلال، تدعيم راسمال المصارف العربية وفقاً لمقررات بازل الدولية، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد السادس، العدد الثاني، 2004، ص ص81-84.

(2) للمزيد انظر:

- كارين أ.هورشر، أساسيات إدار المخاطر المالية، مكتبة الحرية للنشر والتوزيع، تعريب د.عطا الله وراد خليل ود.محمد عبد الفتاح العشماوي، القاهرة-مصر، 2008، ص ص241-245.

- د. عبد العزيز شاكر الكبيسي، المصارف الإسلامية واهم التحديات المعاصرة، مصدر سبق ذكره، ص 1935.

2- **السلطات الرقابية**: إذ تقوم السلطات الرقابية بعملية المراجعة والغرض منها ليس التأكد من رأس المال وكفايته لتغطية جميع المخاطر فحسب بل لتشجيع المصارف على استخدام أساليب إدارة المخاطر وتطويرها. وهنا تقع المسؤولية على إدارة المصرف لتطوير عملية تقييم رأس المال ووضع أهداف لرأس المال تتناسب مع تشكيلة مخاطر المصرف وبيئة نشاطه ، وتنص اتفاقية (بازل 2) على قيام المراقبين بتقييم قدرة المصارف على تقدير احتياجاتها لرأس المال لتغطية مخاطرها والتدخل عند الحاجة.

3- **الإفصاح المالي أو الشفافية المالية**: ويعد هذا الركن من الأركان المهمة في اتفاقية (بازل 2) وذلك لأهمية الإفصاح المالي بالنسبة لأنضباط السوق، وهناك مجموعة من متطلبات الافصاح المالي التي تشجع على انضباط السوق إذ تتيح للمتعاملين في الأسواق تقييم المعلومات الأساسية من رأس المال والتعرض للمخاطر وكفاية رأس المال. إن اتفاقية (بازل 2) يمكن وصفها بأنها إطار جديد شامل ومتكامل للثقافة المصرفية. ولكن لجنة بازل للرقابة المصرفية عندما أصدرت اتفاق (بازل 2) لم تأخذ في حساباتها الأنشطة المصرفية الإسلامية، ولذا فقد أثير الجدل بين الباحثين فيما يتعلق بتطبيق المصارف الإسلامية لمتطلبات (بازل 2) وهل إن المصارف الإسلامية مطالبة بتطبيق صيغة هذه الاتفاقية مع إن هناك بعض التعارض بين ما ورد في هذه الاتفاقية وطبيعة الأنشطة المصرفية الإسلامية. ومن ثم فأن هذه الاتفاقية الجديدة أحدثت ثورة في إدارة المصارف تمثلت في تحول المصارف من حالة تلقي المخاطر إلى حالة إدارة المخاطر، مما يتطلب تخطيطاً مبكراً لهذه العملية. فضلاً عن إن هذه المقررات التي

تضمنتها الاتفاقية تعد من أهم التحديات التي تواجه المصارف الإسلامية في الوقت الحاضر، إذ تتمثل مظاهر التحدي في أمور عدة من أهمها[1]:

1- إن الغالبية العظمى من المصارف الإسلامية توجد في الدول النامية التي تصنف ضمن الدول ذات المخاطر المرتفعة الأمر الذي يشكل تحدياً حقيقياً يتمثل في ارتفاع تكلفة الحصول على الموارد المالية من الأسواق الدولية بما يحد من حركة انسياب رؤوس الأموال وتشجيعها للاستثمار عبر تلك المصارف. كما تؤثر بشكل مباشر في نوع التسهيلات وحجمها التي يمكن أن تمنحها المؤسسات الدولية للمصارف الإسلامية.

2- إن المصارف الإسلامية ستكون مضطرة إلى تخفيض أصول المحفظة الاستثمارية الخاصة بها فضلاً عن تحجيم التوظيف وذلك لأحداث التوازن بين متطلبات نسبة الملاءة في المصارف واستخدامات الأموال فيها.

3- هناك انعكاسات سلبية على المصارف الإسلامية جراء تطبيق بنود اتفاقية (بازل 2)، قدر تعلق الأمر بالأرباح والإيرادات المتوقعة، وذلك لاضطرار هذه المصارف إلى حجب نسب عالية من الإرباح لغرض زيادة رؤوس أموالها مما ينعكس على تحسين نسبة كفاية رأس المال. وستولد هذه العملية عدم توزيع بعض نسب الأرباح على المساهمين مما يؤدي إلى عدم شراء أصول جديدة.

(1) د. عبد العزيز شاكر حمدان الكبيسي، المصارف الإسلامية واهم التحديات المعاصرة، مصدر سبق ذكره، ص 1937.

وخلاصة القول إن هناك تحديات كثيرة تشكلها معايير اتفاقية (بازل 2) على المصارف الإسلامية تكمن بشكل رئيس في عدم جاهزية تلك المصارف على الوفاء بمتطلبات تلك المعايير والعمل على استقطاب مصادر تمويل دولية بسبب التصنيفات الائتمانية المتدنية للمصارف العاملة في البلدان النامية.

ثالثاً: استراتيجيات البقاء للمصارف الإسلامية

يحتاج الجهاز المصرفي الإسلامي إلى استراتيجيات كاملة لمواجهة التحديات التي فرضت عليه من خلال التطورات الاقتصادية والمالية في الساحة الدولية ، وكان من أبرزها العولمة المالية والاتفاقيات التي لا تصب في مصلحة المصارف العربية بشكل عام والمصارف الإسلامية على وجه التحديد. وان تبني مثل هذه الاستراتيجيات من شانه زيادة القدرة التنافسية للجهاز المصرفي الإسلامي من خلال آليات وخطط مدروسة.

واستراتيجيات البقاء المقصود بها تلك الاستراتيجيات التي يجب أن تتبناها المصارف الإسلامية للبقاء والاستمرارية بوصفها مؤسسات مالية ومصرفية قادرة على التنافس والتطور أسوة مع باقي المؤسسات المالية والمصرفية التقليدية. فضلاً عن الحاجة الماسة إلى تحسين القدرة التنظيمية للمصارف الإسلامية في ظل تحرير الخدمات المالية والمصرفية[1]. ومن أهم هذه الاستراتيجيات هي:

1- إستراتيجية تقييم الأداء: إذ يعد تقييم الأداء امتداداً متطوراً للرقابة المالية وهو بعد

(1) عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة – مصر، 2001، ص 19.

رقابي حديث[1]. إذ يبين هذا البعد مدى الفاعلية والكفاءة إذ يتعلق الأول بمدى تحقيق الأهداف المرسومة، أما الجانب الثاني فيبين مدى حسن استخدام الموارد لتحقيق تلك الأهداف المرسومة[2].

إن الهدف الأساسي لتقييم الأداء هو تحسين مستوى إدارة النشاط المصرفي الإسلامي وضمان حسن استخدام الموارد المتاحة وإدارتها وتجنب الأسباب التي تعيق الفاعلية المصرفية وتحقيق الأهداف وعدم كفاية رأس المال[3]. ويتلخص تقييم الأداء في مجموعة الإجراءات التي تقارن فيها النتائج المتحققة للنشاط بأهداف ذلك النشاط بقصد بيان مدى انسجام تلك النتائج مع الأهداف لتقدير مستوى فاعلية أداء النشاط، كذلك تقاس عليه وتقارن عناصر مدخلات النشاط بمخرجاته.

ولذا فإن إستراتيجية تقييم الأداء في المصارف الإسلامية يجب أن تنال الاهتمام الواجب، بحيث يمثل مستوى أداء المصرف الناتج عن الدراسة معياراً اساسياً لتقييم أداء الإدارة وتحديد مدى استمراريتها وتطورها[4].

2- إستراتيجية التثبيت (Consolidation strategy): وهي إستراتيجية تهتم بحماية

(1) محمد فضل ملحم، قياس وتحليل كفاءة البنوك الأردنية، مجلة البنوك في الأدرن، المجلد الثاني والعشرون، العدد التاسع، 2003، ص 13.

(2) احمد ماهر، اقتصاديات الإدارة، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة – مصر، 1994، ص 46.

(3) غسان قلعاوي، المصارف الإسلامية ضرورة عصرية، الطبعة الأولى، دار المكتبي للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 1998، ص 267.

(4) كوثر عبد الفتاح الابجي، تقييم الأداء في البنوك الإسلامية باستخدام التحليل الكمي، مجلة الاقتصاد الإسلامي، السنة الحادية عشر، العدد 127، 1992، ص 14.

المركز التنافسي للمصرف الإسلامي وتقويته ضمن أسواقها الحالية والخدمات التي تقدمها حالياً[1].

وتتطلب عملية التثبيت زيادة الكفاءة التشغيلية والتأكيد على العناصر الأساسية للتميز، ومن ثم تستطيع المصارف الإسلامية خلق ميزة تنافسية مع المصارف التقليدية[2].

3- **إستراتيجية الكلفة (Cost strategy)**: تتمحور هذه الإستراتيجية حول تقوية المركز التنافسي للمصارف الإسلامية عن طريق تحقيق نسب عوائد المساهمين والمودعين أعلى مما هي عليه الآن، وتعد من أفضل الطرائق لتحقيق ذلك هو تخفيض التكاليف التي يتحملها المصرف الإسلامي في سبيل تقديم خدماته المختلفة، مما سيؤدي بالضرورة إلى زيادة هامش الربح بالنسبة للمساهمين والمودعين[3].

ومما تقدم واستناداً إلى التحديات الكبيرة التي تواجهها المصارف الإسلامية من مزاحمة المصارف التقليدية لها بفتح نوافذ للعمل المصرفي الإسلامي فيها، إلى اتجاهات العولمة المالية وتحرير الخدمات المصرفية. فأن أعمال المصارف الإسلامية إن لم تكن متميزة قدر تعلق الأمر بكفاءة الأداء فإنها ستفقد كثيراً من المودعين والعملاء. ومن ثم يجب تعزيز كفاءتها ،وهذا لا يتم الا من خلال التعاون فيما بينها لتطوير نظم العمل والسعي إلى زيادة القدرة التنافسية أمام التحديات القائمة والمستقبلية ، وزيادة عمليات

(1) د. وليد هويمل عوجان، اداء المؤسسات المالية الإسلامية في عصر العولمة، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، غرفة تجارة وصناعة دبي، الامارات العربية المتحدة، المجلد الخامس، 2005، ص 1678.

(2) Gerry Johnson & Keven Scholes, Exploring Corporate Strategy, 5th, Prentice Hall Europe, 1999, p. 312

(3) د. وليد هويمل عوجان، اداء المؤسسات المالية الإسلامية في عصر العولمة، مصدر سبق ذكره، ص 1680.

البحث والتطوير وعمل دراسات مستفيضة للنهوض بواقع هذه المصارف ، بحيث تتمكن من توزيع عائد على المودعين المستثمرين لا يقل عن منافساتها من المصارف التقليدية[1]. بل يجب السعي إلى جعل العائد أعلى من ذلك المستوى لتغطية المخاطر التي يتعرض لها المودعون على أساس القراض (المشاركة في الأرباح والخسائر)[2].

رابعاً: المصارف الإسلامية وعلاقتها بالسوق المالي

تحتل المصارف والمؤسسات المالية الأخرى منزلة مهمة ولها الدور البارز في تفعيل وتطوير الأسواق المالية عن طريق ترويج الأدوات المالية المتنوعة وتسويقها وفتح قنوات استثمارية جديدة وغيرها من المهام، ونقصد بالأدوات المالية إصدار الأسهم والسندات وشهادات الإيداع وتسنيد القروض المصرفية وغيرها من الأدوات المالية. ويمكن للمصارف الإسلامية الاضطلاع بالدور نفسه بوصفها جزءاً مهماً من أنواع المصارف ومن ثم يمكن لها إن تلعب دوراً بارزاً في تنشيط السوق المالي عن طريق:

خلق وترويج أدوات مالية متطورة وحديثة تستطيع تلبية طموحات المتعاملين والمستثمرين في هذه المصارف.

1. إقامة بيوت وصناديق الاستثمار وتأسيس شركات الوساطة.

2. ولضمان كفاءة وفاعلية هذا الدور للمصارف الإسلامية في تطوير أسواق المال

(1) طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على اعمال البنوك، الدار الجامعية، الاسكندرية – مصر، 1999، ص34.

(2) رفيق يونس المصري، بحوث في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار المكتبي للنشر والتوزيع، دمشق – سوريا، 2001، ص127.

يتوجب على هذه المصارف إيجاد المنافذ الاستثمارية التي من شأنها رفع كفاءة الأجهزة الإدارية عن طريق:

1. ضخ الثقافة المالية واحتراف تقاليد التعامل في الأسواق المالية.
2. إدخال التقنيات المالية والمصرفية الحديثة.
3. خلق وترويج أدوات استثمارية مصرفية جديدة ومن ثم تعدد الفرص والخيارات الاستثمارية للمستثمرين والمتعاملين مع المؤسسات المالية الإسلامية.

وتعد عملية الارتقاء بأداء الجهاز المصرفي بصورة عامة والمصارف الإسلامية على وجه التحديد امراً ضرورياً لتفعيل الأسواق المالية وخلق الفرص الاستثمارية وتحقيق الأرباح ويتم ذلك من خلال أمور عدة من أهمها:

1. تشجيع الرسملة وكفاية رأس المال في المصارف والشركات والمؤسسات الإنتاجية والخدمية ، فضلاً عن تشجيع قيام الشركات والمؤسسات المساهمة، بوصفها بديلاً لحالات التملك الفردي والعائلي السائدة في الدول العربية وإدراج أسهمها في البورصات[1].
2. تنمية الوعي الاستثماري والادخاري لدى الأفراد والمؤسسات لتوسيع عمل السوق المالي من خلال تطوير البنية الأساسية اللازمة والقادرة على توفير مستلزمات الاستثمار والمساعدة في عملية استقطابه مثل الأوعية الاستثمارية

(1) خليل الهندي و انطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالي –الجزء الثاني –، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس – لبنان، 2000، ص74.

وابتكار الجديد دائماً وبما يتماشى مع متطلبات المرحلة والمتعاملين من أفراد ومؤسسات محلية وخارجية[1].

3. بذل الجهود الخاصة والرسمية لتطوير الجهاز المصرفي العربي بصورة عامة والمصارف الإسلامية على وجه التحديد من أنظمة وأدوات استثمارية والتجدد الدائم بما يكفل قدرته على مواكبة متطلبات العصرنة ويضمن تفعيل دوره في إنجاح السوق المالي وتطوره من خلال مقدرته على حشد الموارد المالية وتحسين مجالات توظيفها[2].

4. تفعيل دور المصارف العاملة على وفق الشريعة الإسلامية وسن القوانين والأنظمة التي تكفل تطورها وتفتح لها المجال في ابتكار أدوات أو قنوات استثمارية جديدة بوصفه متطلب أساسي على طريق قيام سوق مالية إسلامية لخدمة شرائح المستثمرين والمودعين الراغبين في الاستثمار والإيداع في مؤسسات مالية ومصرفية متفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

خامساً: طبيعة السوق المالي الإسلامي

تناولنا في المبحث السابق ماهية السوق المالي التقليدي وأركانه الرئيسة فضلاً عن أدواته وتقسيماته. وتعرفنا على أهم عوامل نجاح هذه الأسواق وكيفية تحليلها، ولكن السؤال المطروح ما هو اختلاف هذه الأسواق عن السوق المالي الإسلامي؟.

(1) المصدر نفسه، ص75.

(2) خليل الهندي و انطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالي، مصدر سبق ذكره، ص75.

والمقصود بقيام سوق مالي إسلامي هو قيام سوق متفقة ومراعية لأحكام الشريعة الإسلامية فيما يتعلق بنوعية المتعاملين في السوق والأدوات المالية المتداولة فيه وأساليب التعامل في إطاره. وتتميز السوق المالي الإسلامي عن السوق المالي التقليدي بجوانب عدة هي[1]:

أ- من حيث المتعاملين في السوق:

إذ يضم السوق المالي السماسرة والشركات (شركات الاكتتاب والتغطية والمقاصة وغيرها) والتي تتعامل في الأوراق المالية الجائزة شرعاً. وهذا لا يمنع من دخول الشركات والمؤسسات التقليدية في التعامل ضمن هذه السوق ولكن في نطاق المعاملات التي تجيزها الشريعة الإسلامية.

ب- من حيث الأوراق المالية المتداولة في السوق:

إذ يتم تداول أنواع عدة من الأوراق المالية قي سوق الأوراق المالية الإسلامي ومن أبرزها :

1- الأسهم: بحسب الضوابط التي بيناها سابقاً فكل أسهم الشركات ايا كان نوع نشاطها يمكن قبوله في السوق المالي الإسلامي ماعدا الأسهم الصادرة عن شركات

(1) انظر في ذلك:

- د. جاسم علي سالم الشامسي، سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، غرفة تجارة وصناعة دبي، الامارات العربية المتحدة، المجلد الثاني، 2005، ص ص746-748.

- د. حنان ابراهيم النجار، آلية بناء مؤشرات سوق الاسهم الإسلامية ومتطلباته في اسواق المال العالمية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات الإسلامية، غرفة تجارة وصناعة دبي، الامارات العربية المتحدة، المجلد الرابع، 2005، ص ص1376-1378.

تتعامل بالمحرمات أو بأساليب محرمة شرعاً، ولا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس مالها أو ضمان قدر من الربح[1].

2- **صكوك الاستثمار الشرعية**: أو ما تسمى بشهادات الاستثمار الشرعية ، وتعد بديلاً للسندات المحرمة ، وتعرف صكوك الاستثمار الشرعية بأنها: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في وحدات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من اجله[2]. وتتكون صكوك الاستثمار الشرعية من أنواع عدة هي:

أ- **صكوك الإجارة**: وهي صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي[3].

وتطرح هذه الصكوك لجمع مبلغ لشراء عين كبير وتأجيره تاجيراً تشغيلياً أو منتهياً بالتمليك لجهة ما، ويوزع عائد اقساط الإجارة على حملة الصكوك مع رد جزء من قيمة العين إن كان تأجيراً منتهياً بالتمليك وميزة هذه الصكوك انها تغل عائداً ثابتًا لحاملها

(1) د. جاسم علي سالم الشامسي، سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجاميع الفقهية، مصدر سبق ذكره، ص753.

(2) هيأة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (17) "صكوك الاستثمار"، المنامة، 2003، ص310.

(3) د. منذر قحف، سندات الاستثمار المتوسطة والطويلة الاجل، من بحوث الندوة الفقهية الخامسة التي نظمها بيت التمويل الكويتي، الكويت، 1998، ص9.

والمتمثل بنصيبه في اقساط الإجارة ومن ثم فأنها تغني عن السندات ذات الفوائد الربوية. ويمكن لهذه الصكوك إن تتداول في سوق الأوراق المالية بالأسعار التي تحددها قوى العرض والطلب.

ب- **صكوك المشاركة**: وهي عبارة عن صكوك استثمارية تمثل ملكية رأس مال المشاركة ، وتطرح لجمع مبلغ من المال، إذ تمثل هذه الصكوك حصة المشارك في رأس مال الشركة، وهذه الصكوك تشبه الأسهم ولكن تختلف عنها في كونها مؤقتة بمشروع معين أو مدة معينة، ولحامل الصك الحق في ملكية جزء كبير من صافي أصول الشركة وحق الربح الذي يتحقق[1].

ج- **صكوك المضاربة**: أو ما تسمى بصكوك المقارضة، وتعرف بأنها الوثائق الموحدة القيمة والصادرة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها ، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الارباح والايرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيه وبحسب النسب المعلنة على الشيوع المتبقية من الارباح الصافية[2]. وهي تشبه صكوك المشاركة ولكن الاختلاف فيها إن حملة صكوك المضاربة يحصلون على جزء من الربح والمضارب يحصل على الجزء الاخر، أما الخسارة التي لم تنجم عن تقصيرٍ أو تعدٍ من المضارب فيتحملها حملة الصكوك فقط.

د- **صكوك المرابحة**: وتطرح لجمع مبلغ معين لتمويل عملية شراء سلعة ما وبيعها لعميل بتكلفة الشراء مضافاً إليها ربح معين يتفق عليه الطرفان عند عقد البيع.

---

(1) د.وليد خالد الشايجي ود. عبد الله يوسف الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، مصدر سبق ذكره، ص912.

(2) د.سامي حسن حمود، سندات المقارضة، ندوة المستجدات الفقهية في معاملات البنوك الإسلامية، عمان – الأردن، 1994، ص13.

هـ- **صكوك السلم**: وهي صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل ، والسلعة المؤجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية ، لأنها موصوفه تثبت بالذمة ، لذا تعد هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حال اصدار الصك من لدن احد الطرفين ، فهي من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ استحقاقها[1]. وتطرح لجمع مبلغ معين وتسليمه إلى مورد لشراء سلعة منه تسلم بعد مدة ويكون حق حامل الصك مؤجلاً إلى حين استلام السلعة وبيعها وهذه لا يجوز تداولها لأنه لا يجوز بيع السلم قبل قبضه.

و- **صكوك الأستصناع**: وهي تشبه صكوك السلم ، فهي تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل. وتطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمناً لهذه الصكوك مضافاً إليه الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة وثمن البيع وهذه لا يجوز تداولها مثل السلم. ومن الجدير بالذكر انه يمكن اشتقاق صكوك أخرى من هذه الصكوك بتعديل بعض الشروط الخاصة بالإصدار ،ورغم إن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية أقرت (14) نوعاً من الصكوك فإن هيكل هذه الصكوك يعتمد على شكل واحد من الأشكال المشروعة في التمويل الإسلامي ، وهي المرابحة (أوامر الشراء) والمشاركة/ المضاربة (ترتيبات اقتسام الارباح) والاجارة (البيع وإعادة التأجير) أو مزيج مما سبق ، وقد أسهم قبول هذه الهياكل الاستثمارية الإسلامية اسهاماً

(1) د.وليد خالد الشايجي ود. عبد الله يوسف الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، مصدر سبق ذكره، ص912.

كبيراً في تطوير أسواق رأس المال المحلية[1].

وهكذا يتضح ان السوق المالي الإسلامي يتميز عن السوق المالي التقليدي بوفرة الاوراق المالية وتنوعها، إذ انها غير مقتصرة على الأسهم والسندات فقط ، وإنما على أنواع عدة فضلاً عن إن الأوراق المالية فيه تعبر عن أموال مستثمرة في اقتصاد حقيقي.

ج- من حيث أساليب التعامل:

يتم التعامل في السوق المالي الإسلامي وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، ومن ثم يتم الالتزام في إصدار الأوراق المالية بالإحكام المنظمة للعقود الشرعية المؤسسة عليها مثل عقد المرابحة والمشاركة والمضاربة... الخ. كذلك يتم الالتزام في تداولها بالأحكام والقيم الإسلامية وبصور البيع المقبولة شرعاً ومن ثم لا وجود في هذا السوق للتعامل بالمشتقات ولا بالمستقبليات، فكل صور التعامل التي تجري في السوق التقليدية التي لا تجيزها الشريعة السلامية لا يتم التعامل بها مع الأخذ بنظر الاعتبار الالتزام بالقيم الإسلامية مثل الصدق والأمانة وعدم الغش والتدليس.

سادساً: ضرورة السوق المالي الإسلامي للمصارف الإسلامية

يشهد العالم في ظل العولمة ومدخل الألفية الثالثة تغيرات هائلة ومتسارعة في الاقتصاديات العالمية كمّاً ونوعاً، وفي ظل هذه التغيرات بدأت المصارف الإسلامية في النمو ليتسنى لها احتلال الموقع الملائم لها ووضع إستراتيجية علمية للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية للتأقلم في هذا المناخ الجديد والعمل على توفير نظم تمويلية كفوءة

(1) آندي جوبست، وبيتر كونزيل، وبول ميلز، و امادوسي، التمويل الإسلامي يشهد توسعاً سريعاً، صندوق النقد الدولي، 2007، ص3.

وفاعلة تتوافر فيها متطلبات الشريعة الإسلامية مع المحافظة على مواكبة متطلبات عصر العولمة الذي أصبح واقعاً لا يمكن إغفاله، فضلاً عن ظهور خدمات مصرفية جديدة تلبي رغبات المتعاملين وتحقق وفورات اقتصادية ومالية. والصناعة المالية والمصرفية كبقية الصناعات تتطلب مقومات ومهارات عالية لنجاحها فضلاً عن التجديد المستمر لتلبية متطلبات المتعاملين معها. إلا أن هناك إشكالية في عمل المصارف الإسلامية وهي ضعف التكامل بين القنوات المصرفية وقنوات السوق المالي التي تستلزم تحديث القوانين وخلق اطر تشريعية وتنظيمية ملائمة تتفق مع احكام الشريعة الإسلامية وإنشاء صناديق الاستثمار المشترك وإدارة محافظ مالية إسلامية فضلاً عن إنشاء مؤسسات وساطة مالية وزيادة الإفصاح والشفافية[1]. ولتفعيل دور المصارف الإسلامية لابد من قيام سوق مالي إسلامي ولعل من أهم الأسباب الداعية إلى إقامة مثل هذا السوق هي[2]:

1- يبحث المستثمرون المسلمون عن قنوات استثمارية تنسجم وأحكام الشريعة الإسلامية، ولعل من أهم عوامل نجاح الأسواق المالية الإسلامية في تحقيق أهدافها هو إن محتوى هذه الأسواق ومعاملاتها تنسجم وتتطابق مع معطيات الشريعة الإسلامية العقائدية والاقتصادية.

2- يعد من أهم العوامل التي تسهم في نجاح قيام السوق المالي الإسلامي هو اتحاد

(1) د. احمد سفر، رأس المال المخاطر ودوره في تطوير سوق رأس المال الإسلامي، المؤتمر المصرفي العربي الاول للصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، بيروت – لبنان، 2004، ص 22.

(2) د. قيصر عبد الكريم الهيتي، اساليب الاستثمار الإسلامي واثرها على الاسواق المالية (البورصات)، الطبعة الأولى، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2006، ص 245.

الدين والمصالح المشتركة.

3- تمثل الأسواق المالية الإسلامية الحل الأفضل والبديل الأمثل لتداول رؤوس الأموال وعلى مختلف صيغ الاستثمار التي تقررها الشريعة الإسلامية.

4- يعد تفعيل صيغ الاستثمار الإسلامي في السوق المالي الإسلامي أكثر فاعلية مقارنة مع تفعيلها في السوق المالي التقليدي، وهي بذلك تسهم في إنجاح العملية الاستثمارية في السوق المالي الإسلامي.

5- التخلص من السيطرة والتبعية الاقتصادية للدول الرأسمالية الكبرى، إذ أن آثار ظاهرة العولمة بدت واضحة المعالم على أسواق الدول الإسلامية.

6- بالإمكان العمل في سوق المال الإسلامية بالخيارات الشرعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية مثل خيار المجلس(*)، وخيار العيب(**) وهي بدائل إسلامية عن الخيارات غير الشرعية في السوق المالي التقليدي.

7- تقليل خطر الاستثمار وذلك لتنوع صيغ الاستثمار الإسلامي ولاسيما صيغة المشاركة وأفضل تنوع لصيغ الاستثمار الإسلامي لا تتم إلا في إطار وجود سوق مالي إسلامي.

وقد خطت المؤسسات النقدية الإشرافية في عدد من الدول الإسلامية –التي

(*) ويقصد به: اذا حصل الايجاب و القبول من البائع والمشتري وتم العقد، فلكل واحد منهما حق ابقاء العقد او الغائه ما دام في المجلس (محل العقد مالم يتبايعا على انه لا خيار.

(**) ويقصد به: ان يحرم على الانسان ان يبيع سلعة بها عيب دون بيانه للمشتري ومتى تم العقد وكان المشتري عالماً بالعيب فان العقد يكون لازماً ولاخيار له.

حققت تقدماً في الإصدارات المالية الإسلامية- خطوة مهمة في إنشاء سوق مالي إسلامي دولي متخذة من البحرين مقراً لها. فعلى صعيد التعاون والتنسيق بين الدول والمؤسسات الإسلامية في المجال المالي والنقدي أعلن إن ست دول هي البحرين والسعودية وماليزيا واندونيسيا وبروناي والسودان وقعت على اتفاقية إنشاء أول سوق مالي إسلامي دولي، وهذا يعني قيام مؤسسة تكون مسؤولة عن تنظيم السوق المالي الإسلامي الدولي وتطويره، فضلاً عن مسؤوليتها في المصادقة على شرعية ونظامية الأدوات المالية الإسلامية. وتوجد جهات ومؤسسات إسلامية عدة تصدر الأدوات المالية مثل صكوك الإجارة وصكوك المرابحة وغيرها من الصكوك الإسلامية، ومن ثم فإن قيام مثل هذه المؤسسة ستوحد تلك الجهات مما يكون من شأنه سد ثغرة كبيرة في سوق الإصدارات المالية الإسلامية ومعالجة السلبيات فيها.

ويضم مشروع السوق المالي الإسلامي الدولي إنشاء مؤسسة أخرى تم الاتفاق على أن يكون مقرها ماليزيا، تكون مهمتها رقابية على نشاط المؤسسات المالية وتضم في عضويتها البنوك المركزية في الدول الإسلامية، وهذه المؤسسة ايضاً ستعمل على سد ثغرة اخرى في نشاط المؤسسات المالية الإسلامية مثل اجراءات التأسيس وشروطها وقواعد التفتيش والمراقبة واساليب وسقوف التأمين ونسب الاحتياطات.

وتمثل السوق المالي الإسلامي الدولي والمؤسسات المالية الإسلامية الاخرى البنية الاساسية اللازمة التي يمكن ان ترتكز عليها المصارف الأسلامية في سعيها للأندماج في البيئة المالية العالمية، والتكيف مع التغيرات التي تفرضها العولمة المالية. إذ ان مقدرة المصارف الإسلامية على مواجهة هذه التحديات ستتأثر بمدى نجاح هذه المؤسسات

في اداء مهامها وتحقيق اهدافها[1].

وتعد حاجة المصارف الإسلامية وباقي المؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود سوق مالي إسلامي دولي على قدر كبير من الأهمية، إذ تساعد هذه المؤسسات على الاستخدام الأمثل للموارد المالية. ولاسيما إن تلك المؤسسات لا يمكنها اللجوء إلى الأسواق العالمية أو المؤسسات المصرفية التقليدية في حالة نقص السيولة أو الرغبة في توظيف فائض السيولة لديها[2].

ونستطيع إجمال مشكلة المصارف الإسلامية بالنسبة لعدم اكتمال السوق المالي الإسلامي الدولي في نقطتين أساسيتين هما:

1- عدم وجود أدوات مالية كافية ومناسبة: إذ تعاني المصارف الإسلامية من عدم امتلاكها أدوات مالية تتمتع بما تتمتع به الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية التقليدية قدر تعلق الأمر بالقدرة على تحويل استحقاقات موارد الأموال القصيرة الأجل إلى استثمارات أطول اجلاً مع إمكانية تسييل هذه الاستثمارات وقت الحاجة وتحقيق قدر مقبول من الأرباح والامان.

2- عدم تنوع المؤسسات المالية الإسلامية: إذ يعد الأمر الثاني الذي تعاني منه المصارف الإسلامية نتيجة عدم توافر سوق مالي إسلامي دولي وعدم تنوع المؤسسات المالية الإسلامية، إذ إن المؤسسات المالية الإسلامية تقتصر على المصارف الإسلامية

(1) د. وليد هويمل عوجان، إدارة المؤسسات المالية الإسلامية في عصر العولمة، مصدر سبق ذكره، ص 1712.

(2) احمد سفر قاض، العمل المصرفي الإسلامي اصوله وصيغه وتحدياته، اتحاد المصارف العربية، بيروت – لبنان، 2004، ص 289.

وشركات الاستثمار وعدد محدود من شركات التأمين (التكافل) الإسلامية فضلاً عن الشركات القابضة، مما يوجب على هذه المصارف أن تعمل على إنشاء مؤسسات مالية جديدة وتوسيع القائم منها وتطويره.

سابعاً : صناديق الإستثمار الإسلامية ودورها في السوق المالي

تعد صناديق الأستثمار محافظ استثمارية عامة تتولى عملية تجميع المدخرات واستثمارها وتوظيفها في الأوراق المالية، وتعود نشأة صناديق الاستثمار إلى الأسكتلنديين الذين قاموا بابتكار الصناديق المغلقة (Closed end) أو شركات الاستثمارات ذات رأس المال الثابت عام (1870)، وفي الوقت نفسه اخذ عدد من صغار المدخرين بإيداع أموالهم ومدخراتهم لدى شركات إدارة الأموال (Trusts) لتدار بواسطة محترفين في أعمال البورصات[1].

وفي عام (1929) انشأ الأمريكيون ما يسمى بالصناديق المفتوحة (Open Ends)، وأخذت هذه الصناديق تنتشر في كثير من الدول الأوربية بعد الحرب العالمية الثانية في ظل اختفاء وضيق التعامل في الصناديق المغلقة. وفي مصر استحدث قانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة (1992) لتكون صناديق الاستثمار لمؤسسة مالية تستهدف تجميع المدخرات واستثمار الأموال في الأوراق المالية. وجاء ذلك ضمن برنامج إصلاحي شامل للاقتصاد المصري[2]، وتعبر صناديق الاستثمار في جوهرها عن كيانات مالية تعمل

(1) د. نظير رياض الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، مصدر سبق ذكره، ص 230.

(2) د. صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الأستثمار الإسلامية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، غرفة تجارة وصناعة دبي، الأمارات، المجلد الثالث، 2005، ص 777.

على تجميع مدخرات الراغبين بالاستثمار في الأوراق المالية في وعاء واحد، واستثمارها في شراء الأوراق المالية المتنوعة وبيعها، إذ تقوم خبرات متخصصة في مجال إدارة محافظ الاستثمارات وتنظيمها بشراء الأوراق المالية وبيعها لتحقيق أهداف الصندوق(1).

وتعد صناديق الاستثمار إحدى أدوات الأسواق المالية الحديثة التي توفر للأشخاص الذين لا يمتلكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في الأسواق المالية المحلية والعالمية كما إنها تقوم بدور مهم محرك ومحفز للأسواق المالية(2).

ويعد الاستثمار في الأصول المالية من الأمور التي تحتاج إلى دراية وخبرة كافية بأحوال السوق المالي وتقلباته مما يساعد على تكوين محفظة متوازنة للأوراق المالية يمكن الإفادة منها والتعامل بها في الوقت المناسب للإفادة من الفرص المتاحة لتحقيق الأرباح، كذلك يتطلب ذلك توافر موارد مالية كافية لشراء

أوراق مالية متنوعة تشمل مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي مما يؤدي إلى توزيع مخاطر الاستثمار وتغطية أي خسائر محتملة في احد القطاعات(3).

(1) انظر في:

- د. محمد صالح الحناوي و د. جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مصدر سبق ذكره، ص 201.

- د. صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الأستثمار الإسلامية، مصدر سبق ذكره، ص 779.

(2) د. فخري الدين الفقهي، دليل الأستثمار في صناديق الاستثمار، وكالة الأنباء الكويتية (كونا)، الكويت، 1996، ص 14.

(3) د. منير ابراهيم هندي، صناديق الأستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، الطبعة لاولى، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 12.

في الحقيقة لقد كان للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية إسهام جاد في مجال الصناديق الاستثمارية، وخصوصاً بعد نجاح هذه المؤسسات في استقطاب المدخرات عن طريق المضاربة المصرفية المتمثلة في حسابات الاستثمار المشترك الذي يعد نوع من أنواع المضاربة الشرعية، إذ تمكنت هذه الجهات من تطوير فكرة الصناديق الاستثمارية بما يتفق وأحكام الشريعة الإسلامية.

وتعرف صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين فيه، إذ يمثل المكتتبون في مجموعهم صاحب رأس المال ويدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب وتقوم بتجميع حصيلة الأكتتاب وتعطي في المقابل صكوكاً للمكتتبين بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصة شائعة في رأس المال وثم تقوم الإدارة باستثماره بطريقة مباشرة في مشروعات حقيقية متنوعة، أو بطريق غير مباشر مثل بيع وشراء أصول وأوراق مالية كأسهم والشركات الإسلامية، وتوزع الأرباح المحققة بحسب نشرة الأكتتاب[1].

ويمر النشاط الأستثماري في صناديق الأستثمار الإسلامية بالمراحل الآتية[2]:

(1) عز الدين محمد خوجة، صناديق الأستثمار الإسلامية، الطبعة الأولى، مجموعة دلة البركة، 1993، ص ص13 – 15.

(2) انظر في ذلك:

– د. احمد بن حسن الحسيني، صناديق الأستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، الإسكندرية – مصر، 1999، ص 24.

– د. عبد الستار ابو غده، صناديق الأستثمار الإسلامية – دراسة فقهية تأهيلية موسعة –،من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية،غرفة تجارة وصناعة دبي، الامارات، المجلد الثاني،2005، ص 560.

1. تقوم المؤسسة المالية الإسلامية الراغبة في إنشاء صناديق للاستثمار بالبحث عن مشروعات اقتصادية معينة أو نشاط معين وإعداد دراسة جدوى اقتصادية للاستثمار فيها.

2. قيام تلك المؤسسة المالية الإسلامية بتكوين صندوق استثماري وتحديد أغراضه وإعداد نشرة الأكتتاب في الصندوق، إذ تتضمن هذه النشرة التفاصيل كافة عن نشاط الصندوق وشروطه وحقوقه والتزامات مختلف أطرافه.

3. تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى حصص أو أسهم أو وحدات مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية وطرحها للأكتتاب فيها من لدن الجمهور، إذ يكون اقتناؤها عبارة عن المشاركة في ملكية حصة من رأس مال الصندوق. وتصدر هذه الصكوك عادةً بصورةٍ اسمية وليست لحاملها.

4. بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق أموال المكتتبين وتجميعها، تبدأ في استثمارها في المجالات المحددة في نشرة الإصدار (الأكتتاب)، وعند تحقيق الأرباح يتم توزيعها على أصحاب صكوك المضاربة بالنسبة والكيفية المتفق عليها، كما تقوم بتصفية الصندوق في الموعد المحدد لذلك.

وتتم إدارة الصناديق بإحدى الصيغ الشرعية الآتية: المضاربة، المشاركة، الوكالة. وتختلف المشاركة عن المضاربة بوجوب مساهمة المدير في رأس مال المشاركة، وحق الشركاء في الإدارة. ويحصل مدير الصندوق في مقابل إدارته للصندوق على حصة من الأرباح، ويمكن أن يصار إلى تحديد مقابل عمل المدير بنسبة من المبالغ التي يديرها أي بمبلغ مقطوع يستحقه في جميع الأحوال وهذا مايتحقق من خلال اعتماد الوكالة

بالأستثمار وبأجر معلوم وتستحق في مواعيد دورية بحسب نظام الـصندوق. وتـسهم صناديق الاستثمار في تنشيط سوق رأس المال عن طريق جذب المستثمرين وبالتحديـد صغارهم، للأستثمار في الأوراق المالية(1).

إن الحاجة كبيرة لمثل هذه الصناديق وعلى وجه الخصوص في الدول النامية مـن خلال ما تقدمه مـن أدوات اسـتثمارية تناسـب ظـروف المـستثمرين في تلـك الـبلاد، فخاصية التنويع التي تتسم بها صناديق الاستثمار بـصورة عامـة وصـناديق الاسـتثمار الإسلامية بصورة خاصة وما يترتب عليها من انخفاض المخاطر من شأنها إن تـشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق المال، فضلاً عن تشجيع محدودي الموارد كـي يستثمروا مدخراتهم في شراء أسهم شركات الاستثمار التي تقـوم بـدورها باسـتخدام حصيلة بيع أسهمها في تكوين تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في أسـواق رأس المال. فضلاً عن تنشيط سوق الأوراق المالية فأن صناديق الاستثمار تضمن انتظام هذه السوق بعدم تعريضها للتقلبات المفاجئة التـي تحـدث كثـيراً بـسبب المـضاربات عـلى الأوراق المالية، وذلك لأن صناديق الاستثمار لا تغامر بهذه المضاربات بل تعمل عـلى تكوين محافظها من الأوراق المالية الجيدة، الأمر الذي يسهم في تحقيق التوازن لعمليات سوق الأوراق المالية(2).

(1) مصطفى علي احمد، صناديق الاستثمار، مزاياها، انواعها، التكيف الشرعي، ضمن ابحاث ندوة صناديق الأستثمار في مصر، جامعة الأزهر، مركز صالح عبد الله كامل، الجزء الثاني، مصر، 1997، ص 114.

(2) د. حسني المصري، صناديق الأستثمار المشترك في القانون الكويتي و القانون المقارن، مطبوعات جامعة الكويـت، الكويت، 1995، ص 33

الفصل الرابع

4

النشاط المصرفي الإسلامي في الأردن - النشأة والتطور

- نشأة سوق الأوراق المالية في الأردن
- تطور الوضع المالي للبنك الإسلامي الأردني للمدة (1990-2007)
- تطور الوضع المالي للبنك العربي الإسلامي الدولي للمدة (1998-2007)
- تحليل مؤشرات الأداء المالي للنشاط المصرفي الإسلامي في الأردن للمدة (1990-2007)

النشاط المصرفي الإسلامي في الأردن – النشأة والتطور

أولاً: نشأة النشاط المصرفي الإسلامي في الأردن

ترجع بداية نشوء النشاط المصرفي في الأردن إلى عام 1925م، إذ تم العمل على فتح فرع للبنك العثماني(*) في عمان، واحتل هذا البنك منزلة كبيرة من لدن الدولة، إذ كان يقوم بمهام البنك المركزي في الأردن. واستمر عمل هذا البنك منفردا في الأردن حتى أواسط عام 1934م، إذ افتتح أول فرع للبنك العربي الفلسطيني في عمان، وبعد عام 1948م قام هذا البنك بنقل مركزه الرئيس إلى الأردن ليصبح بذلك البنك الرئيس المعتمد في الأردن.

وفي عام 1955 تأسس ثاني بنك وطني في الأردن هو البنك الأهلي الأردني[1]، ثم توالى تأسيس البنوك في الأردن ، ففي عام 1960 تأسس مصرفان هما بنك الأردن وبنك القاهرة –عمان، ثم جاءت الخطوة الأهم والأبرز في مجال النشاط المصرفي الأردني ألا وهي إنشاء البنك المركزي الأردني في عام 1964م. ليحل محل مجلس النقد الأردني الذي تأسس في عام 1950م.

وتعد الخطوة المهمة الثانية والبارزة في تطور النشاط المصرفي الأردني هي صدور قانون البنوك رقم (24) لعام (1971م)، إذ جاء هذا القانون ليحدد ويرسم مهام ووظائف البنوك العاملة في الأردن وتم تعديله بموجب القانون رقم (5) لعام (1975م)[2].

(*) البنك العثماني: هو بنك بريطاني يعمل في تركيا ومركز ادارته في بريطانيا.

(1) د. فائق شقير واخرون، محاسبة البنوك، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والطباعة، عمان – الأردن، 2002، ص16.

(2) للمزيد انظر:

– د. زياد سليم رمضان و محفوظ احمد جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، مصدر سبق ذكره، ص 12.

ونتيجة للطلب المتنامي على منتجات وخدمات مصرفية تتطابق مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها الحنيفة، شهدت الصيرفة الإسلامية في الأردن تطورات كبيرة خلال الربع الأخير من القرن العشرين تزامنت مع التغيرات والتطورات الاقتصادية والاجتماعية التي شهدها المجتمع الأردني بشكل عام ولعل أبرزها ولادة البنك الإسلامي الأردني للاستثمار والتمويل عام (1979م) ومن ثم تأسيس البنك العربي الإسلامي الدولي عام (1998م). إلا أن هذه الولادة لم تخلُ من مجموعة من التحديات التي تؤثر في أداء هذه المصارف ، وابرز هذه التحديات هي ازدياد حدة المنافسة بين البنوك العاملة بالأردن بشكل عام. الأمر الذي يدفعها باستمرار إلى تحسين خدماتها لضمان المحافظة على حصتها السوقية المالية والسعي لكسب حصة سوقية جديدة بما يعظم ربحيتها، فضلا عن إن الاتجاه نحو استخدام التكنولوجيا الحديثة في تقديم الخدمات يدفع هذه البنوك إلى تسريع الخدمات المقدمة للعملاء وتحسينها. وان أهم ما يجب ذكره فيما يتعلق بالتغيرات التي أصبح لزاما على البنوك التوجه نحوها هو الانتقال من مفهوم الفرع الشامل الذي يتعامل مع شرائح العملاء كافة بلا استثناء ويعمل على تلبية احتياجاتهم داخل الفرع إلى مفهوم فروع التجزئة المتخصصة ونقل عمليات تسهيلات الشركات والخزينة إلى وحدات مركزية في الإدارة العامة[1].

إن سعي البنوك الإسلامية الأردنية إلى تقديم خدمات تنسجم وقواعد الشريعة الإسلامية كانت مركز جذب لعدد كبير من عملاء المصارف الأخرى (غير الإسلامية)

---

(1) مهدي الكيلاني، استراتيجيات التغير في العمل المصرفي، من بحوث المؤتمر العلمي الرابع (استراتيجيات الاعمال في مواجهة تحديات العولمة)، كلية العلوم الادارية والمالية – جامعة فيلادلفيا، الأردن، 15-16 / 3 / 2005، ص6.

الذين يواجهون عوائق شرعية في التعامل مع البنوك التجارية التي تتعامل بالفائدة. وقد شهدت هذه الخدمات تطورا ملحوظا في العقدين الماضيين ترتب على أثره نمو عدد فروع البنوك الإسلامية في الأردن ليصل في نهاية عام 2007 نحو (80) فرعا ومكتبا.

ثانياً: تطور الوضع المالي للبنك الإسلامي الأردني للمدة (1990 – 2007)

أسس البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار بموجب أحكام القانون رقم (13) لسنة (1978) وتم تسجيله بصفة شركة مساهمة عامة محدودة في سجل الشركات بتاريخ 28/ 11/ 1978 تحت رقم (124) وذلك بحسب متطلبات قانون الشركات الساري المفعول آنذاك وطبقا لأحكام قانون البنك الإسلامي الأردني المؤقت رقم (13) لسنة (1978م) الذي حل محله القانون رقم (62) لسنة (1985م) الذي تم إلغاؤه بموجب قانون البنوك رقم (28) لسنة (2000م) الساري المفعول اعتبارا من 2/ 8/ 2000 الذي اشتمل على فصل خاص بالبنوك الإسلامية[1].

ويتكون البنك الإسلامي الأردني للاستثمار والتمويل من (55) فرعا و (9) مكاتب مصرفية ويقوم بتشغيل (1611) موظفا وذلك بحسب التقارير الرسمية لعام (2007).

والجدول (1) يمثل الوضع المالي للبنك الإسلامي الأردني ممثلا بأهم البنود في الميزانية العامة للمدة (1990 – 2007).

(1) البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار، التقرير السنوي التاسع والعشرون (2007)، ص5.

جدول (1)

الوضع المالي للبنك الإسلامي الأردني للمدة (1990-2007) (مليون دينار أردني)

السنوات	صافي الارباح	رأس المال المدفوع	إجمالي الموجودات	حقوق الملكية	ودائع العملاء	النقد في الصندوق ولدى المصارف الاخرى	إجمالي الايرادات	إجمالي الاستثمارات
1990	3.182	7.200	244.831	12.149	190.382	70.871	6.769	148.878
1991	3.208	7.200	256.751	12.966	296.977	135.195	7.443	209.770
1992	2.120	7.200	435.348	14.122	369.555	160.608	8.401	260.919
1993	2.612	15.000	528.257	39.109	420.594	181.476	12.352	306.639
1994	3.750	14.586	570.007	39.116	462.154	175.570	14.271	356.105
1995	3.806	14.586	621.914	41.979	508.483	166.824	14.926	418.154
1996	5.610	14.586	618.656	43.783	502.302	135.335	16.512	442.085
1997	3.750	18.233	650.616	45.786	513.442	162.758	14.574	461.871
1998	5.752	22.000	706.763	50.910	527.801	194.405	17.675	481.390
1999	4.494	22.000	756.731	52.588	543.586	219.291	15.673	490.186
2000	2.215	38.500	828.286	54.529	564.577	260.042	16.858	531.846
2001	1.975	38.500	901.700	53.579	621.509	289.429	27.149	574.344
2002	2.128	40.000	1029.700	55.600	710.520	321.419	28.549	637.715
2003	3.332	40.000	1159.200	57.000	876.956	497.902	32.497	624.294
2004	3.434	40.000	1301.400	58.200	1020.570	574.136	36.164	692.454
2005	13.637	40.000	1568.400	69.400	1155.680	667.435	53.395	814.728
2006	15.473	64.139	1726.000	115.300	1236.672	665.580	61.184	1044.600
2007	22.990	65.000	1926.000	133.500	1693.500	643.402	75.476	1252.500

المصدر: البنك الإسلامي الأردني، التقارير السنوية من عام (1990 – 2007).

من الجدول السابق سنعمل على اختيار سنوات معينة ضمن مدة الدراسة لبيان تطور اعمال البنك الإسلامي الأردني من خلال معدلات النمو الحاصلة فيها للمدة (1990 – 2007).

1- **صافي الأرباح:**

ويتمثل صافي الأرباح بإجمالي دخل البنك مطروحا منه إجمالي المصروفات وضريبة الدخل والجدول (2) يبين صافي الأرباح لسنوات مختارة ضمن مدة الدراسة ومعدلات النمو الحاصلة فيها.

جدول (2)

معدلات نمو(*) صافي أرباح البنك الإسلامي الأردني

السنوات	صافي الأرباح (مليون دينار أردني)	معدل النمو (٪)
1990	3.182329	——
1994	3.749948	4.19
1998	5.752246	11.29
2002	2.127515	*(22.02)
2007	22.99000	60.97
معدل النمو الإجمالي(**) ٪		**12.33**

المصدر: من عمل الباحث استنادا إلى جدول (1).

(*) القيم التي بين الاقواس هي قيم سالبة.

(**) تم حساب معدل النمو بالاستناد إلى القانون الآتي[1]:

$$r = \left[\left(\frac{yt}{y0} \right)^{\frac{1}{n-1}} - 1 \right] \times 100$$

إذ إن :

r = معدل النمو

Yt= قيمة المؤشر في السنة الاخيرة

Y0= قيمة المؤشر في السنة الاولى

n = عدد السنوات

(1) د. حسين ديكان درويش، اثر سعر الخصم في تحديد ربحية العائد على تكلفة الاستثمار، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد (1)، العدد (4)، 2002، ص209.

يلاحظ من الجدول السابق النمو الحاصل في صافي أرباح البنك، إذ ارتفع صافي الربح في عام (1994) إلى (3.749948) مليون دينار اردني مقارنة بعام (1990) والبالغ (3.182329) مليون دينار وبمعدل نمو بلغ (4.19٪). واستمرت هذه الزيادة لتصل في عام (1998) إلى (5.752246) مليون دينار وبمعدل نمو بلغ (11.29٪). بينما نجد الانخفاض الحاد في صافي الارباح وذلك عام (2002) إذ بلغ (2.127515) مليون دينار وبمعدل نمو سالب بلغ (22.02٪) ويعود هذا الانخفاض في صافي الارباح إلى أحداث الحادي عشر من سبتمبر والحملة الدولية التي شهدتها السنوات (2000 – 2002) ضد ما يسمى بالارهاب، إذ حاولت بعض المؤسسات والدول ربط هذا الإرهاب بالدين الإسلامي الحنيف وبالمؤسسات التي تنتمي إليه(1)، كذلك تلاحقت الأحداث الدولية والإقليمية خلال تلك السنوات واضطربت تحت تأثيرها الأسواق المالية وأسواق صرف العملات والأسواق النفطية ، مما كانت له انعكاسات على مجمل أوضاع الاقتصاد الأردني بما فيها القطاع المصرفي.وقد شهد عام (2007) أعلى معدل نمو لصافي الأرباح طوال مدة الدراسة وبلغ (60.97٪)، إذ بلغت قيمة صافي الأرباح نحو (22.990) مليون دينار، ويرجع هذا الارتفاع الكبير إلى ارتفاع أسعار النفط في تلك المدة مما اثر على جميع المؤشرات المالية والمصرفية في البلدان النفطية وحتى البلدان التي ترتبط بعلاقات اقتصادية مع هذه البلدان.

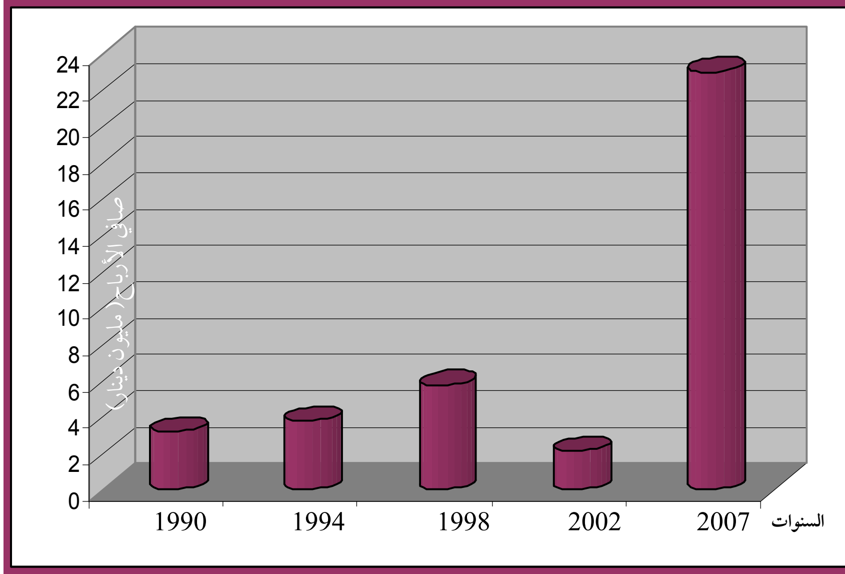
أما معدل نمو صافي الأرباح لإجمالي مدة الدراسة فقد بلغ (12.33٪) والشكل (9)

(1) البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار، التقرير السنوي لعام (2002)، ص 11.

يمثل التطور الحاصل في صافي ارباح البنك خلال السنوات المختارة.

شكل (9)

تطور صافي أرباح البنك الإسلامي الإردني



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (2).

2- **إجمالي الموجودات**

يبين الجدول (3) إجمالي الموجودات المالية للبنك الإسلامي الأردني لسنوات مختارة ضمن مدة الدراسة ومعدلات نموها وعلى النحو الآتي.

جدول (3)

معدلات نمو موجودات البنك الإسلامي الأردني

السنوات	إجمالي الموجودات(مليون دينار)	معدل النمو (٪)
1990	244.831	—
1994	570.007	23.53
1998	706.763	5.52
2002	1029.700	9.87
2007	1926.000	13.34

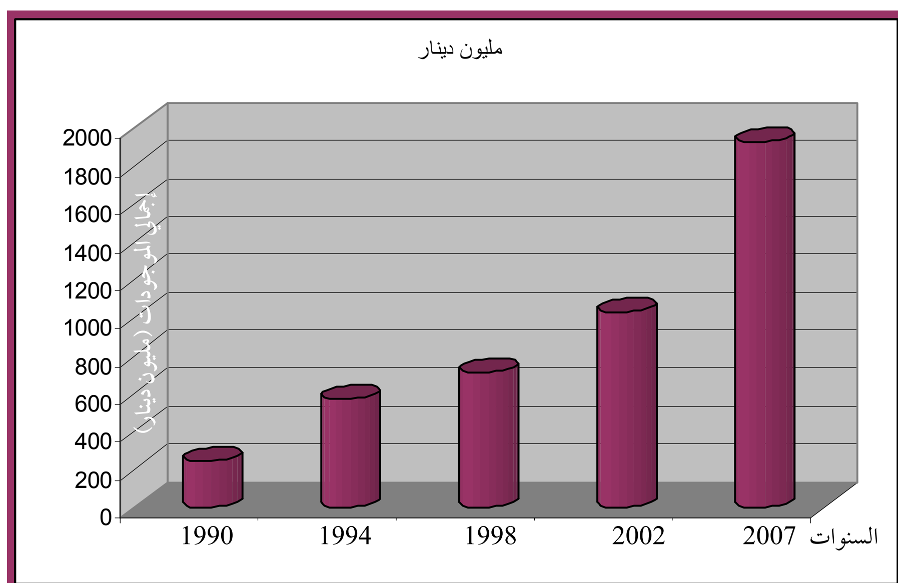
معدل النمو الإجمالي (٪)	**12.89**

المصدر: من عمال الباحث بالاستناد إلى الجدول (1)

من الجدول (3) يتبين ان إجمالي الموجودات كانت في ارتفاع مستمر وذلك ما برهنته معدلات النمو الايجابية طوال مدة الدراسة، وبلغ أعلى معدل نمو في مدة (1990 – 1994) إذ بلغ (23.53 ٪) ، ويرجع السبب في ذلك إلى ارتفاع إجمالي الموجودات من (244.831) مليون دينار في عام 1990 ليصل إلى (570.007) مليون دينار في عام 1994، وقد بلغ معدل النمو لإجمالي الموجودات طوال مدة الدراسة نحو (12.89٪).والشكل (10) يمثل التطورات التي لحقت بإجمالي موجودات البنك الإسلامي الأردني خلال السنوات المختارة.

شكل (10)

تطور إجمالي موجودات البنك الإسلامي الأردني



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (3)

3- **حقوق الملكية**

تمثل بيانات الجدول (4) حقوق الملكية للبنك الإسلامي الأردني لسنوات مختارة ضمن مدة الدراسة الممتدة من (1990 – 2007). فضلا عن معدلات نموها.

جدول (4)

معدلات نمو حقوق الملكية للبنك الإسلامي الأردني

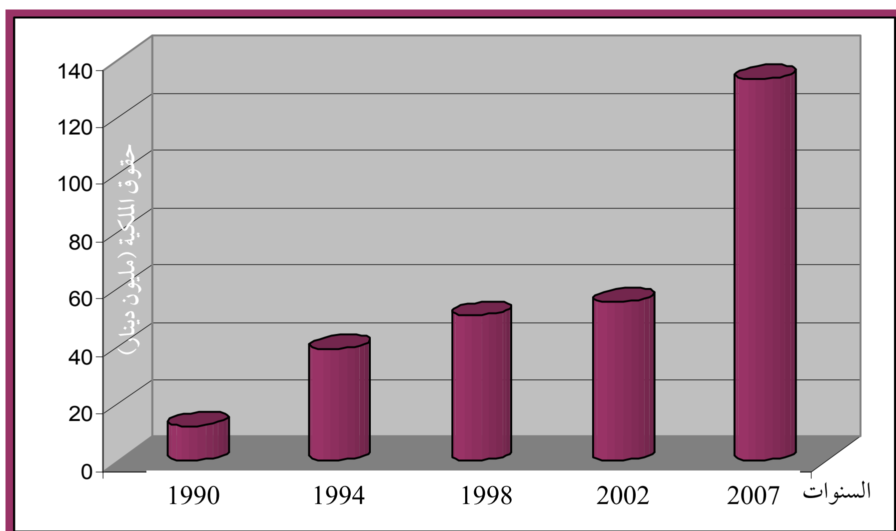
السنوات	حقوق الملكية (مليون دينار)	معدل النمو (٪)
1990	12.149	—
1994	39.116	33.95
1998	50.910	6.81
2002	55.600	2.23
2007	133.500	19.15
معدل النمو الإجمالي (٪)		**15.14**

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (1)

ويتضح من الجدول (4) ان هناك ارتفاعاً مستمراً في حقوق الملكية للبنك الإسلامي الأردني ولكن هذا الارتفاع كان متأرجحاً في مدياته وهذا ما عكسته معدلات النمو للسنوات المختارة ضمن مدة الدراسة. ففي عام 1994 بلغ معدل النمو نحو (33.95٪) في حين بلغ معدل النمو لعام 1998 نحو (6.81٪) لينخفض في عام 2002 ويصل إلى (2.23٪)، اما معدل النمو الإجمالي لحقوق الملكية فقد بلغ (15.14٪). ويظهر الشكل (11) تطور حقوق الملكية للبنك الإسلامي الأردني للمدة (1990–2007).

شكل (11)

تطور حقوق الملكية للبنك الإسلامي الأردني



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى جدول (4).

4- **إجمالي الودائع**

الجدول أدناه يبين إجمالي الودائع لدى البنك الإسلامي الأردني لسنوات مختارة ضمن مدة الدراسة ومعدلات النمو الحاصلة فيها.

جدول (5)

معدلات نمو إجمالي الودائع للبنك الإسلامي الأردني

السنوات	إجمالي الودائع (مليون دينار)	معدل النمو (٪)
1990	190.382	—
1994	462.154	24.82
1998	527.801	3.38
2002	710.520	7.72
2007	1693.500	18.97
معدل النمو الإجمالي (٪)		13.71

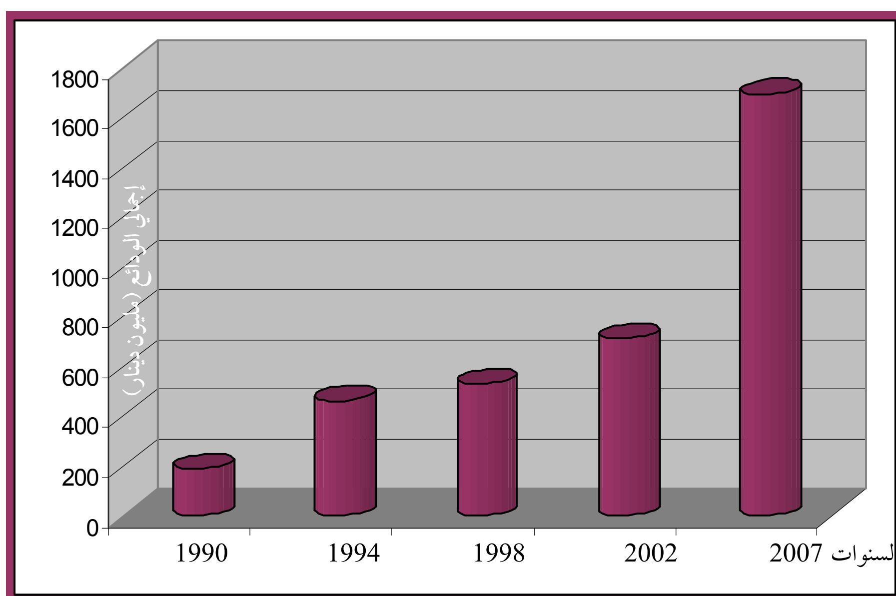
المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى جدول (1).

يبين الجدول (5) معدلات نمو الودائع في البنك الإسلامي الأردني، إذ تبين إن أعلى معدل نمو للودائع كان في مدة (1990 – 1994) وبلغ نحو (24.82٪) ، ولكن إجمالا فان الودائع كانت بارتفاع مستمر طوال مدة الدراسة وهذا ما انعكس في معدل النمو الإجمالي، إذ بلغ نحو (13.71٪).

والشكل الاتي يمثل التطورات التي لحقت بإجمالي الودائع للبنك الإسلامي الأردني.

شكل (12)

تطور إجمالي الودائع للبنك الإسلامي الأردني



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (5).

5- **إجمالي الاستثمارات**

وتتضمن إجمالي الاستثمارات البنود الآتية:

- التمويل والاستثمار الذاتي للبنك: ويتضمن استثمار و تمويل الأموال في السوق المحلية والأسواق الأجنبية.
- الذمم والاستثمار المشترك: ويشتمل على الذمم والاستثمار في السوق المحلية والأسواق الأجنبية وودائع استثمارية لدى بنوك إسلامية أخرى.
- التمويل والاستثمار المقيد (المخصص): ويشتمل على التمويل في السوق المحلية والأسواق الخارجية.
- التمويل والاستثمار في المحافظ الاستثمارية.
- التمويل والاستثمار بالوكالة.

والجدول الآتي يبين إجمالي الاستثمارات ومعدلات النمو الحاصلة فيها والخاصة بالبنك الإسلامي الأردني في السنوات المختارة.

جدول (6)

معدلات نمو إجمالي الاستثمارات للبنك الإسلامي الأردني

السنوات	إجمالي الاستثمارات (مليون دينار)	معدل النمو (٪)
1990	148.878	—
1994	356.105	24.36
1998	481.390	7.83
2002	637.715	7.28
2007	1252.500	14.45
معدل النمو الإجمالي (٪)		**13.34**

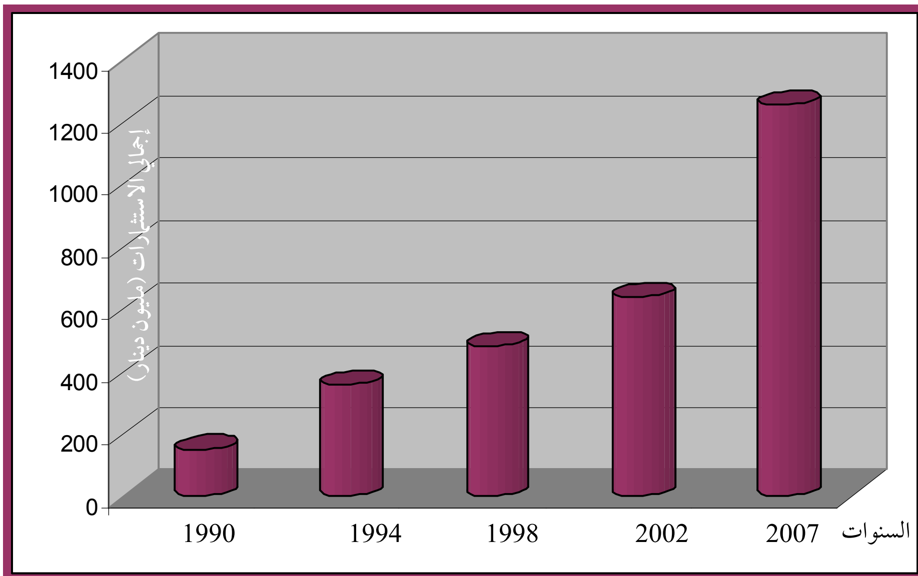
المصدر: من عمل الباحث استنادا إلى جدول (1)

ومثلما في سابقيه يبين الجدول (6) ارتفاعا مستمرا في إجمالي الاستثمارات خلال مدة الدراسة وهذا ما عكسته معدلات النمو الحاصلة في الاستثمارات، إذ جاءت جميعها ايجابية وبلغ أعلى معدل نمو في مدة (1990 – 1994)، إذ بلغ نحو (24.36٪) أما معدل النمو الإجمالي فبلغ (13.34٪).

ويعكس الشكل الآتي التطورات التي حصلت بإجمالي الاستثمارات للبنك الإسلامي الأردني للمدة (1990 – 2007).

شكل (13)

تطور إجمالي الاستثمارات للبنك الإسلامي الأردني



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى جدول (6).

ومن خلال تطور أعمال البنك الإسلامي الأردني يلاحظ إن معظم مؤشرات البنك كانت في ارتفاع مستمر خلال مدة الدراسة وذات معدلات نمو مرتفعة وعلى وجه الخصوص المدة الممتدة بين (1990 – 1994) ويرجع ذلك إلى تحسن الوضع الاقتصادي

الأردني في هذه المدة نتيجة أحداث حرب الخليج وما نتج عنها من حصار اقتصادي على العراق مما دفع إلى أن تكون الأردن في أعوام 1993 و 1994 هي المنفذ الرئيس بين العراق والعالم الخارجي، ومن ثم انعكس ذلك في تنشيط التجارة الخارجية وتحسين ميزان المدفوعات(*) مما دفع إلى تنشيط الاقتصاد الأردني بشكل عام ، والقطاع المالي والمصرفي على وجه التحديد.

ثالثاً: تطور الوضع المالي للبنك العربي الإسلامي الدولي للمدة (1998 – 2007)

يعد البنك العربي الإسلامي الدولي المصرف الثاني من نوعه في الأردن والذي يمارس أعماله المصرفية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، إذ بدا البنك بممارسة اعماله المصرفية في الثاني عشر من شوال (1418 هـ) والموافق التاسع من شباط 1998م. تلبية للطلب المتنامي على الخدمات والمنتجات المصرفية الإسلامية محليا وعربيا(1)، وقد تأسس البنك العربي الإسلامي الدولي بوصفه شركة مساهمة عامة وسجل في سجل الشركات المساهمة العامة تحت رقم (327) بتاريخ 30/ 3/ 1997، وباشر اعماله في عام 1998.

وقد بدا المصرف أعماله من خلال أربعة فروع وبرأس مال بلغ (40) مليون دينار(2). ليصل إلى (16) فرعا في عام (2007) بعدد من الموظفين بلغ (333) موظفا في نهاية عام 2007 ، إذ يشكل حملة الشهادات الجامعية (66٪) منهم. والجدول (7) يوضح الوضع المالي للبنك العربي الإسلامي الدولي في الأردن للمدة (1998 – 2007).

(*) للمزيد انظر:

– التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 1996، ملحق (8/ 1)، ص 321.

(1) البنك العربي الإسلامي الدولي، التقرير السنوي لعام 2007، ص 8.

(2) البنك العربي الإسلامي الدولي، التقرير السنوي لعام 2004، ص 7.

جدول (7)

الوضع المالي للبنك العربي الإسلامي الدولي للمدة (**1998-2007**) (مليون دينار أردني

السنوات	صافي الأرباح	رأس المال المدفوع	إجمالي الموجودات	حقوق الملكية	ودائع العملاء	النقد في الصندوق ولدى المصارف الأخرى	إجمالي الإيرادات	إجمالي الاستثمارات
1998	0.627	40	137.294	40.610	54.308	46.874	2.839	85.982
1999	1.474	40	216.321	42.025	118.032	65.284	4.297	145.747
2000	3.135	40	197.036	45.177	198.578	94.817	4.941	97.742
2001	2.882	40	253.246	45.559	275.696	129.336	6.485	120.066
2002	1.828	40	314.741	47.085	289.433	155.488	6.772	154.627
2003	1.970	40	385.529	45.917	315.638	193.288	6.943	186.466
2004	1.461	40	402.174	50.378	331.653	185.400	5.964	210.251
2005	3.801	40	404.863	54.830	364.676	169.569	11.234	212.666
2006	7.980	40	574.325	62.778	541.877	244.970	12.938	326.514
2007	10.870	40	593.987	74.083	595.670	251.285	18.408	464.557

المصدر: البنك العربي الإسلامي الدولي، التقارير السنوية للأعوام من (**1998 – 2007**).

واستنادا إلى الجدول (7) سنختار عددا من المدد ضمن مدة الدراسة وبيان تطور أعمال البنك من خلال معدلات النمو الحاصلة فيها.

1- **صافي الأرباح:**

يوضح الجدول (8) صافي الأرباح ومعدلات النمو الحاصلة فيها لمدد مختارة ضمن مدة الدراسة.

جدول (8)

معدلات نمو صافي الأرباح للبنك العربي الإسلامي الدولي

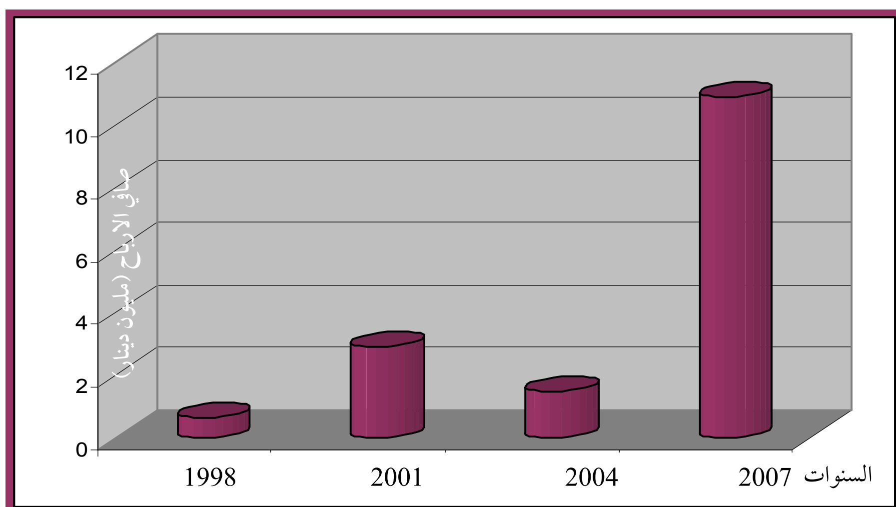
السنوات	صافي الأرباح (مليون دينار)	معدل النمو (٪)
1998	0.627	___
2001	2.882	66.27
2004	1.461	(20.26)
2007	10.870	95.22
معدل النمو الإجمالي (٪)		**37.3**

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (7)

يوضح الجدول السابق إن صافي أرباح البنك قد ارتفعت في عام (2001) لتصل إلى (2.882) مليون دينار مقارنة بصافي الأرباح في عام (1998) والبالغة (0.627) مليون دينار وبمعدل نمو مرتفع بلغ (66.27٪)، أما المدة (2001 – 2004) فقد انخفض صافي الأرباح لتصل إلى (1.461) مليون دينار وبمعدل نمو سالب بلغ (20.26٪)، ويرجع السبب في ذلك الانخفاض إلى الحدث الأبرز في هذه المدة وهو أحداث الحادي عشر من سبتمبر والحملة التي شنت ضد الإرهاب (مثلما بينا سابقا). أما المدة الأخيرة من الدراسة فقد ارتفع صافي الأرباح ليبلغ أعلى قيمة له خلال مدة الدراسة لتصل إلى (10.870) مليون دينار وبمعدل نمو بلغ (95.22٪)،وسبب هذا الارتفاع الكبير يعود الى ارتفاع اسعار النفط في تلك المدة (وكما مرَّ ذكره سابقاً). أما معدل النمو الإجمالي فبلغ (37.3٪). والشكل (14) يوضح التطور الذي لحق بصافي أرباح البنك العربي الإسلامي الدولي للسنوات المختارة ضمن مدة الدراسة (1990 – 2007).

شكل (**14**)

تطور صافي أرباح البنك العربي الإسلامي الدولي



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (**8**).

2- **إجمالي الموجودات**

يبين الجدول أدناه إجمالي الموجودات للبنك العربي الإسلامي الدولي ومعدلات النمو الحاصلة فيها خلال مدد مختارة ضمن مدة الدراسة.

جدول (9)

معدلات نمو إجمالي الموجودات للبنك العربي الإسلامي الدولي

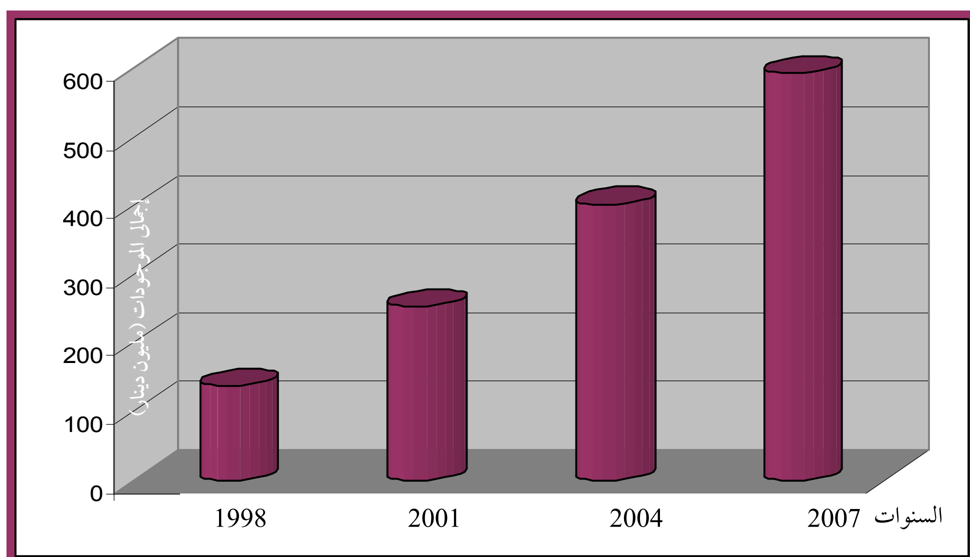
السنوات	إجمالي الموجودات(مليون دينار)	معدل النمو(٪)
1998	137.294	ـــ
2001	253.246	22.64
2004	402.174	16.67
2007	593.987	13.88
معدل النمو الإجمالي (٪)		**17.67**

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (7).

يتبين من الجدول (9) إن إجمالي الموجودات كانت في ارتفاع مستمر طوال مدة الدراسة وهذا ما عكسته معدلات النمو، إذ كانت جميع معدلات النمو موجبة ، فضلا عن إن معدل النمو الإجمالي بلغ (17.67٪) والشكل (15) يوضح التطور في إجمالي الموجودات للبنك العربي الإسلامي الدولي للمدد الزمنية المختارة ضمن مدة الدراسة.

شكل (15)

تطور إجمالي الموجودات للبنك العربي الإسلامي الدولي



المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى الجدول (9).

3- **حقوق الملكية**

يلخص الجدول (10) حقوق الملكية الخاصة بالبنك العربي الإسلامي الدولي لمدد مختارة ضمن مدة الدراسة فضلا عن معدلات نموها.

جدول (10)

معدلات نمو حقوق الملكية للبنك العربي الإسلامي الدولي

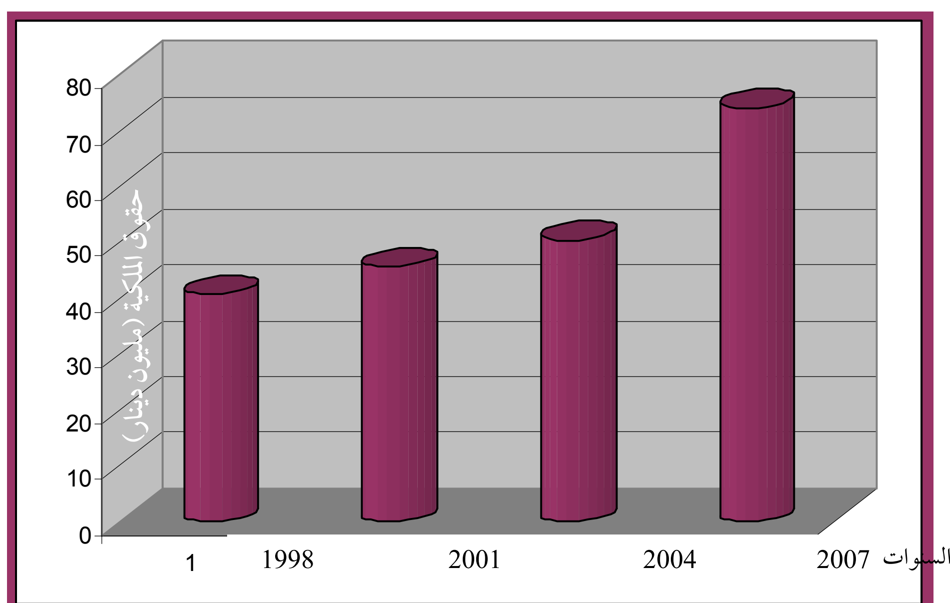
السنوات	حقوق الملكية (مليون دينار)	معدل النمو (٪)
1998	40.610	–
2001	45.559	3.91
2004	50.378	3.41
2007	74.083	13.72
معدل النمو الإجمالي (٪)		**6.91**

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى جدول (7).

ويوضح الجدول السابق ان حقوق الملكية كانت في ارتفاع مستمر طوال مدة الدراسة وهذا ما عكسته معدلات النمو الموجبة ، وقد بلغ اعلى معدل نمو في المدة الممتدة من عام (2004) إلى عام (2007)، إذ بلغ معدل النمو فيها نحو (13.72٪) مقارنة بمعدلات النمو في المدد الاخرى والبالغة (3.91٪ - 3.41٪) . أما معدل النمو لإجمالي المدة فبلغ (6.91٪). ويمكن إيضاح هذا التطور بالشكل الآتي:

شكل (16)

تطور حقوق الملكية للبنك العربي الإسلامي الدولي



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (10).

4- إجمالي الودائع

يبين الجدول (11) إجمالي ودائع عملاء البنك العربي الإسلامي الدولي لمدد مختارة ضمن مدة الدراسة (1998 – 2007) فضلاً عن معدلات نموها.

جدول (11)

معدلات النمو في إجمالي ودائع عملاء البنك العربي الإسلامي الدولي

السنوات	إجمالي الودائع (مليون دينار)	معدل النمو (٪)
1998	54.308	–
2001	275.696	71.87
2004	331.653	6.35
2007	595.670	21.56
معدل النمو الإجمالي (٪)		**30.49**

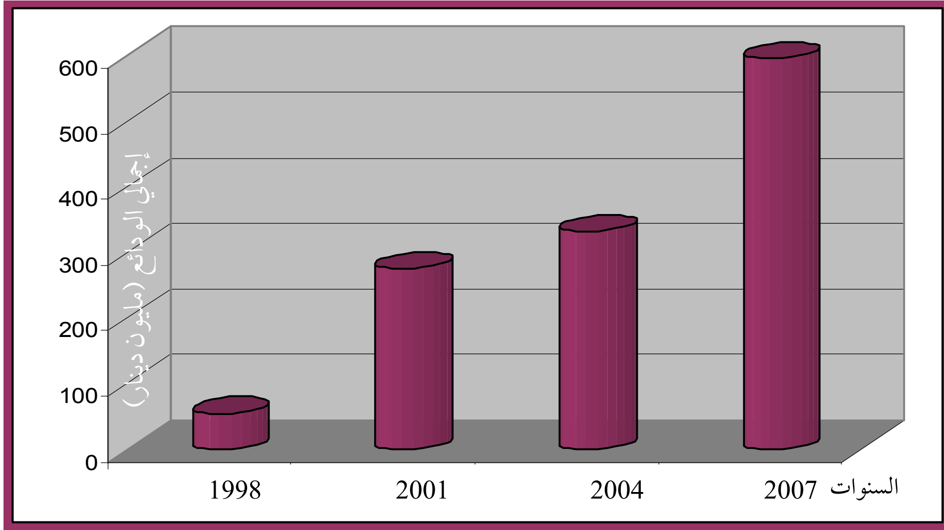
المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (7).

يوضح الجدول السابق ان ودائع العملاء الخاصة بالبنك العربي الإسلامي الدولي ارتفعت وباستمرار طوال مدة الدراسة وعلى وجه التحديد في المدة (1998 – 2001). إذ بلغت نحو (275.696) مليون دينار مقارنة بقيمتها في عام (1998) والبالغة (54.308) مليون دينار وبمعدل نمو بلغ (71.87٪). وقد بلغ معدل النمو الإجمالي لمدة الدراسة نحو (30.49٪)، مما يشير إلى زيادة الإقبال من لدن المودعين على البنك ومن ثم زيادة النشاط المصرفي الإسلامي.

والشكل الآتي يوضح التطور الذي لحق بودائع العملاء في البنك العربي الإسلامي طوال مدة الدراسة.

شكل (17)

تطور إجمالي ودائع العملاء للبنك العربي الإسلامي الدولي



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (11).

5- إجمالي الاستثمار

يوضح الجدول (12) إجمالي استثمارات البنك العربي الإسلامي الدولي ومعدلات النمو التي لحقت بها خلال مدد مختارة ضمن مدة الدراسة.

جدول (12)

معدلات نمو إجمالي الاستثمارات للبنك العربي الإسلامي الدولي

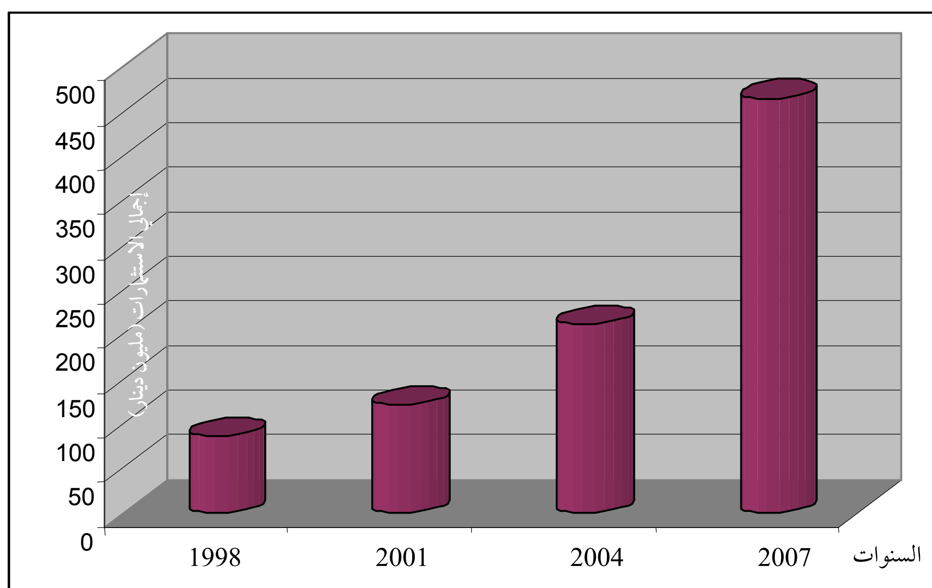
السنوات	إجمالي الاستثمارات (مليون دينار)	معدل النمو (٪)
1998	85.982	–
2001	120.066	11.77
2004	210.251	20.53
2007	464.557	30.25
معدل النمو الإجمالي (٪)		**20.62**

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (7).

يبين الجدول أعلاه الارتفاع المستمر في إجمالي الاستثمارات طوال مدة الدراسة وهذا ما عكسته الزيادة في معدلات النمو من مدة إلى أخرى، إذ بلغ معدل النمو في المدة (1998 – 2001) نحو (11.77٪)، ليرتفع إلى (20.53٪) في المدة (2001 – 2004)، ليبلغ في المدة اللاحقة نحو (30.25٪)، أما معدل النمو الإجمالي فبلغ نحو (20.62٪). وبالإمكان بيان التطور الذي لحق بإجمالي الاستثمارات في البنك العربي الإسلامي الدولي من خلال الشكل الآتي:

شكل (18)

تطور إجمالي الاستثمارات للبنك العربي الإسلامي الدولي



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (12).

رابعاً: تحليل مؤشرات الأداء المالي للنشاط المصرفي الإسلامي في الأردن للمدة (1990-2007)

تشكل المصارف الإسلامية المختارة (عينة الدراسة) نسبة (100٪) من مجموع المصارف الإسلامية في الأردن ، إذ كان البنك الإسلامي الأردني هو البنك الإسلامي الوحيد في الأردن حتى عام 1998م حين تأسس البنك العربي الإسلامي الدولي ، وبذلك أصبح هذان المصرفان يمثلان (100٪) من مجموع النشاط المصرفي الإسلامي في الأردن. ويشير الجدول (13) إلى تطور مؤشرات الأداء المالي للنشاط المصرفي الإسلامي في الأردن للمدة (1990 – 2007).

جدول (13)

مؤشرات الأداء المالي للنشاط المصرفي الإسلامي الأردني للمدة (1990-2007)

السنوات	مؤشر السيولة	مؤشر الربحية	مؤشر ملاءة رأس المال	مؤشر توظيف الأموال
1990	0.2895	0.2619	0.0496	0.0455
1991	0.5266	0.2474	0.0505	0.0355
1992	0.3689	0.1501	0.0324	0.0322
1993	0.3435	0.0668	0.0740	0.0403
1994	0.3080	0.0959	0.0686	0.0401
1995	0.2682	0.0907	0.0675	0.0357
1996	0.2188	0.1281	0.0708	0.0374
1997	0.2502	0.0819	0.0704	0.0316
1998	0.2859	0.0697	0.1084	0.0362
1999	0.2925	0.0631	0.0972	0.0314
2000	0.3461	0.0537	0.0972	0.0346
2001	0.3626	0.0490	0.0858	0.0484
2002	0.3547	0.0385	0.0764	0.0446
2003	0.4475	0.0501	0.0686	0.0487
2004	0.4459	0.0451	0.0637	0.0467
2005	0.4242	0.1404	0.0630	0.0629
2006	0.3958	0.1317	0.0774	0.0541
2007	0.3550	0.1631	0.0824	0.0547

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى بيانات الملحق (**1**).

واستنادا إلى الجدول (13) يمكن بيان تطور مؤشرات الأداء المالي(*) للنشاط المصرفي الإسلامي في الأردن على النحو الآتي:

1- مؤشر السيولة

تمثل مؤشر السيولة -الذي تم اعتماده من بين مؤشرات السيولة -في نسب النقدية إلى إجمالي الموجودات، ومن ملاحظة بيانات هذا المؤشر خلال مدة الدراسة تبين ان هناك تذبذبا في تطوره طوال مدة الدراسة، إذ شهد عام (1991) ارتفاعا كبيرا في نسبة هذا المؤشر لتصل إلى (0.5266) مقارنة بما بلغته في عام (1990) وبالبالغة (0.2895)، وجاء هذا الارتفاع الكبير نتيجة ارتفاع حجم النقدية من (70.871) مليون دينار في عام (1990) إلى (135.195) مليون دينار في عام 1991.

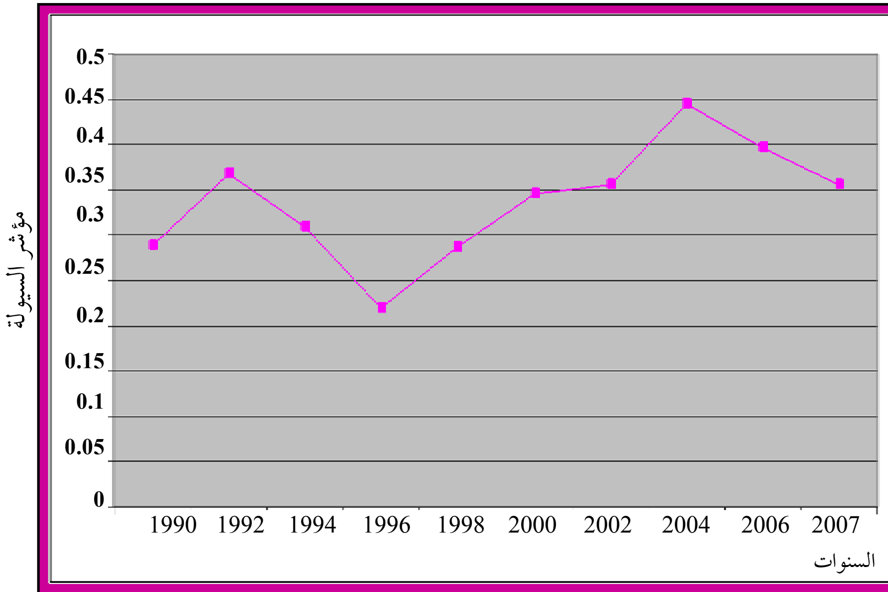
وبعد هذا العام اخذت هذه النسب بالانخفاض تدريجيا وصولا إلى عام (1996) إذ بلغت (0.2188)، وجاء هذا الانخفاض نتيجة ارتفاع إجمالي الموجودات من (256.751) مليون دينار في عام (1991) ليصل إلى (618.656) مليون دينار في عام (1996). ثم عادت نسب مؤشر السيولة إلى الارتفاع من جديد في عام (1997) لتصل إلى (0.2502) واستمرت بالارتفاع تدريجيا إلى أن وصلت إلى (0.4242) في عام (2005)، وسبب ذلك يعود إلى ارتفاع النقدية للنشاط المصرفي الإسلامي في الأردن بنسبة اكبر من ارتفاع إجمالي الموجودات. أما في عام (2006) و (2007) فقد تراجعت هذه النسبة لتصل إلى (0.3958) و (0.3550) على التوالي وجاء هذا التراجع نتيجة

(*) تم اختيار هذه المؤشرات دون غيرها من المؤشرات التي ذكرت سابقا وذلك لأنها تعطي تصورا أفضل عن أداء المصارف،إذ إنها تغطي اغلب متغيرات النشاط المصرفي، فضلا عن كثرة استخدامها في البحوث والدراسات العلمية: انظر في ذلك: د. نصر حمود مزنان، اثر السياسات الاقتصادية في أداء المصارف التجارية، مصدر سبق ذكره، ص158.

ارتفاع إجمالي الموجودات بنسبة اكبر من ارتفاع حجم النقدية. والشكل الآتي يبين تطور مؤشر السيولة للنشاط المصرفي الإسلامي الأردني للمدة (1990 – 2007).

شكل (**19**)

تطور مؤشر السيولة للنشاط المصرفي الإسلامي الأردني للمدة (**1990-2007**)



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (**13**).

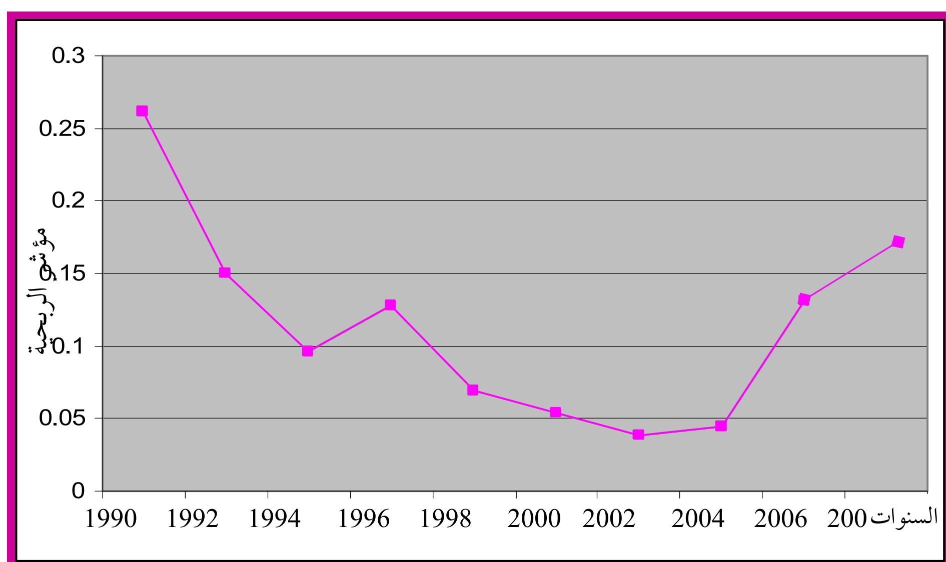
2- **مؤشر الربحية**

تَمَثَل مؤشر الربحية بنسبة العائد على حقوق الملكية ، ومن ملاحظة تطور هذا المؤشر خلال مدة الدراسة تبين إن مؤشر الربحية للنشاط المصرفي الإسلامي قد شهد هو الآخر تذبذباً في مديات ارتفاعه وانخفاضه، إذ بلغ مؤشر الربحية في عام (1990)نحو (0.2619) ليبدأ بعدها بالانخفاض إلى أن وصل نحو (0.0907) في عام (1995)، وسبب ذلك يرجع إلى تذبذب ارتفاع صافي الأرباح في مقابل الارتفاع المستمر والكبير في حقوق الملكية، وقد ارتفع هذا المؤشر في عام (1996) ليصل إلى (0.1281) ويرجع

ذلك إلى ارتفاع صافي الأرباح في تلك السنة لتصل إلى (5.610)مليون دينار مقارنة بصافي ارباح عام (1995) والبالغة (3.806) مليون دينار، ومن عام 1997 بدا الانخفاض في نسب هذا المؤشر واستمر إلى عام (2004) والسبب في ذلك الانخفاض يعود إلى ان نسبة زيادة حقوق الملكية في هذه الأعوام كانت اكبر من نسبة زيادة صافي الأرباح. أما المدة التي تلت عام (2004) فيلاحظ فيها الارتفاع في مؤشر الربحية نتيجة الارتفاع في مستوى الأرباح ، إذ بلغ صافي الربح في عام (2005) نحو (17.438) مليون دينار ليصل بعدها صافي الربح إلى (23.453) مليون دينار و (33.860) مليون دينار في عامي (2006) و (2007) على التوالي. ويمكن ملاحظة التطور الذي لحق بمؤشر الربحية للنشاط المصرفي الإسلامي الأردني خلال مدة الدراسة على النحو الاتي:

شكل (**20**)

تطور مؤشر الربحية للنشاط المصرفي الإسلامي الأردني للمدة (**1990-2007**)



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (**13**).

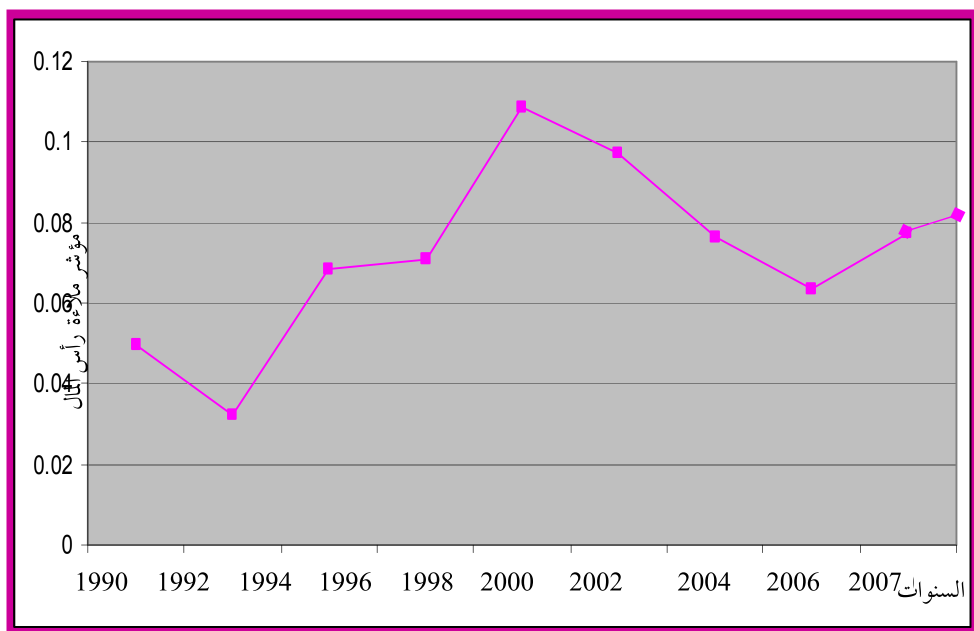
3- مؤشر ملاءة رأس المال

وتمثل هذا المؤشر بنسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الموجودات، وقد أظهرت هذه النسب تذبذباً واضحاً في مديات ارتفاعها وانخفاضها ، إذ ارتفع هذا المؤشر في عام (1991) ليصل إلى (0.0505) مقارنة بنسبتها في عام (1990) والبالغة (0.0496) ، لينخفض بعدها إلى (0.0324) في عام 1992، وسبب ذلك يرجع إلى ان نسبة ارتفاع إجمالي الموجودات اكبر من الزيادة الحاصلة في حقوق الملكية في تلك المدة. وشهدت المدة من عام (1993) إلى (1998) تأرجحاً في مديات ارتفاعها، ففي عام (1993) ارتفع مؤشر ملاءة رأس المال إلى (0.0740) ليصل المؤشر إلى أعلى مستوياته طوال مدة الدراسة وبلغ نحو (0.1084) في عام (1998) ويرجع ذلك الارتفاع إلى زيادة حقوق الملكية في عام (1998) لتبلغ (91.520) مليون دينار مقارنة بقيمتها عام (1997) والبالغة (45.786) مليون دينار وشهدت الأعوام اللاحقة لعام (1998) انخفاضاً مستمراً إلى ان وصل مؤشر الملاءة إلى (0.0630) في عام (2005) ، ويرجع ذلك إلى ان زيادة إجمالي الموجودات كانت بنسبة اكبر من زيادة حقوق الملكية في تلك المدة. وقد شهد عام 2006 تحسناً ملحوظاً في نسبة الملاءة للنشاط المصرفي الإسلامي، إذ بلغ هذا المؤشر نحو (0.0774) ثم إلى (0.0824) في عام (2007) وجاءت هذه الزيادة نتيجة ارتفاع حقوق الملكية في السنتين الأخيرتين من مدة الدراسة، إذ بلغت حقوق الملكية عام (2007) نحو (207.583) مليون دينار مقارنة بقيمتها في عام (2005) والبالغة (124.583) مليون دينار.

وبالإمكان عرض التطور الذي لحق بمؤشر ملاءة رأس المال للنشاط المصرفي الإسلامي الأردني خلال مدة الدراسة.

شكل (21)

تطور مؤشر ملاءة رأس المال للنشاط المصرفي الإسلامي الأردني للمدة (1990-2007)



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى جدول (13).

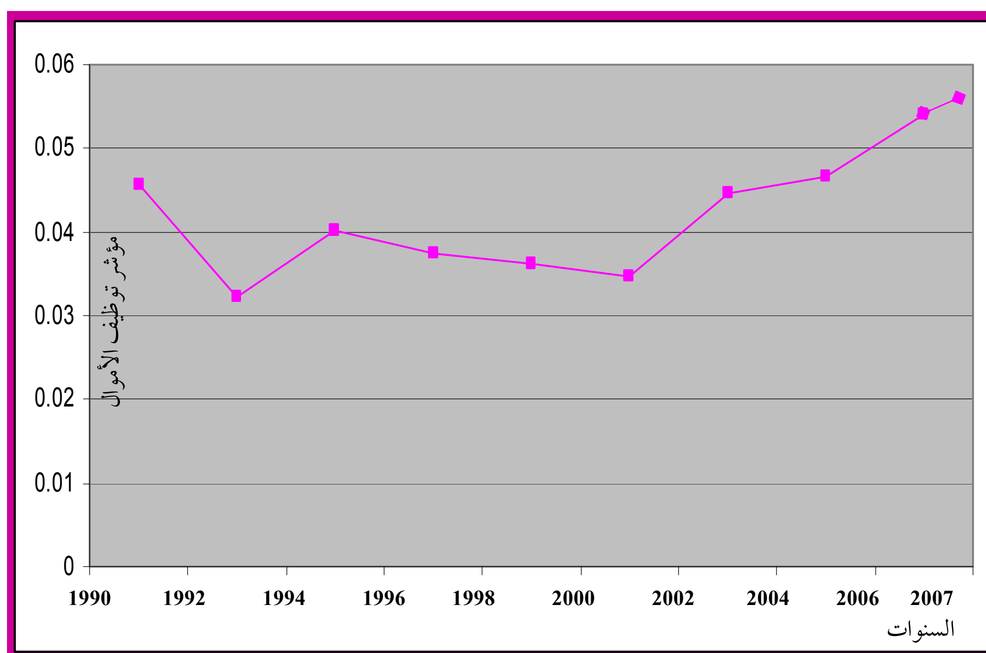
4- **مؤشر توظيف الأموال**

وتمثل هذا المؤشر بنسبة إجمالي الإيرادات إلى إجمالي الاستثمارات. إذ يلاحظ من بيانات الجدول (13) إن نسب هذا المؤشر تذبذبت هي الأخرى في مديات ارتفاعها وانخفاضها. إذ بلغت في عام (1990) نحو (0.0455) لتنخفض بعد ذلك وتصل إلى (0.0355) و (0.0322) في الأعوام (1991، 1992) على التوالي ، وجاء هذا الانخفاض نتيجة ارتفاع إجمالي الاستثمارات إلى (260.919) مليون دينار في عام (1992) مقارنة بإجمالي الاستثمارات في عام (1990) والبالغة (148.878) مليون دينار. وشهدت أعوام (1993 و 1994) ارتفاع هذه النسبة مجددا لتصل إلى (0.0403) و (0.0401) على التوالي.

وشهدت المدة الممتدة من عام (1995) إلى عام (2000) تذبذباً في مديات انخفـاض نسب هذا المؤشر لتصل في عام (1999) إلى اوطا نسبها طوال مدة الدراسة وتبلغ نحو (0.0314). وفي عام (2001) بدا هذا المؤشر بالارتفاع إلى ان وصل إلى أعلى مستوى له طوال مدة الدراسة ليبلغ نحو (0.0629) وذلك عـام (2005) ، أمـا أعـوام (2006) و (2007) فقد شهدت انخفاضا في نسب هذا المـؤشر إذ بلغـت (0.0541) و (0.0547) على التوالي. ويمكن عرض التطورات التي لحقت بمؤشر توظيف الأموال طوال مـدة الدراسة على النحو الآتي:

شكل (22)

تطور مؤشر توظيف الأموال للنشاط المصرفي الإسلامي الأردني للمدة(1990-2007)



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى بيانات الجدول (13).

مما تقدم يلاحظ إن هناك سـنوات مميـزة في تطـور مـؤشرات الأداء المـالي للنـشاط

المصرفي الإسلامي الأردني خلال مدة الدراسة (1990 – 2007)، ومن أهمها عام (1992) ، إذ يلاحظ انخفاض جميع مؤشرات الأداء المالي في ذلك العام وهذا يرجع إلى الأوضاع غير المستقرة والآمنة التي شهدتها البلدان العربية والمتمثلة بحرب الخليج وما تبعته من أحداث انعكست على الأوضاع الاقتصادية للمنطقة ككل وعلى الأردن تحديدا. وأعوام (1993 ، 1994) شهدت تحسنا كبيرا في معظم مؤشرات النشاط المصرفي نتيجة حرب الخليج وما آلت إليه من جعل الأردن المنفذ الوحيد لربط العراق بالدول الأخرى. والمدة (2001–2002) كانت الحملة التي قامت على ما يسمى بالإرهاب وما عكسته على المؤسسات المالية والمصرفية في الدول الإسلامية ، فضلا عن المدة الممتدة (2004–2007) التي شهدت زيادات في معظم مؤشرات النشاط المصرفي نتيجة زيادة الإقبال على منتجات المصارف الإسلامية.

الفصل الخامس

5

النشاط المصرفي الإسلامي في السعودية - النشأة والتطور

- نشأة النشاط المصرفي الإسلامي في السعودية
- تطور الوضع المالي لشركة الراجحي المصرفية للاستثمار للمدة (1990-2007)
- تطور الوضع المالي للبنك الإسلامي للتنمية للمدة (1990-2007)
- تحليل مؤشرات الأداء المالي للنشاط المصرفي الإسلامي في السعودية للمدة (1990-2007)

النشاط المصرفي الإسلامي في السعودية – النشأة والتطور

أولاً: نشأة النشاط المصرفي الإسلامي في السعودية

مثلت المملكة العربية السعودية في عقد السبعينات من القرن الماضي غرفة العمليات لنشر فكرة الصيرفة الإسلامية وتطبيقها عمليا وتسويقها، عبر مركزها المالي لتمويل المؤتمرات ومراكز البحوث التي تخص المصارف الإسلامية. كذلك تعد السعودية منطلقا مهماً وفعالاً لأكبر المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في العالم الإسلامي مثل البنك الإسلامي للتنمية وبنوك فيصل الإسلامية ومؤسسة الراجحي المصرفية للاستثمار وغيرها من المصارف والمؤسسات المالية.

وقد كانت الدول العربية والإسلامية التي انضوت في عضوية منظمة المؤتمر الإسلامي تتطلع إلى ان يتمخض التفاعل السياسي في مثل هذه المنظمات عن تكامل وتكافل اقتصادي ولا سيما ان قيادة المنظمة كان بيد الدولة الغنية بمواردها النفطية وذات الفوائض المالية الكبيرة جدا وهي المملكة العربية السعودية، فانعقد مؤتمر القمة الإسلامية الأول بالرباط في (25/ 9/ 1969) ، مما نتج عنه انعقاد مؤتمر وزراء مالية الدول المنضوية في المنظمة في جدة عام 1973، إذ نوقشت فيه الجوانب النظرية لإقامة مصارف إسلامية تقدم خدمات مصرفية متكاملة متفقة وأحكام الشريعة الإسلامية.وفي عام 1975 باشر البنك الإسلامي للتنمية أعماله في المملكة العربية السعودية بوصفه أول مؤسسة تمويلية دولية إسلامية في السعودية والعالم الإسلامي[1].

(1) فادي محمد الرفاعي، المصارف الإسلامية، تقديم ريمون يوسف فرحات، منشورات الحلبي، لبنان، 2004، ص 23.

وهو بنك دولي تشترك فيه عدة دول إسلامية أعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي ، إذ يهدف إلى دعم التنمية الاقتصادية والاجتماعية لشعوب الدول الأعضاء والمجتمعات الإسلامية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.

وتعد دار المال الإسلامية أول مجموعة مالية إسلامية ظهرت في المملكة والعالم الإسلامي ، وهذه المجموعة كان لديها عدد من البنوك (بنوك فيصل) في مصر والسودان والبحرين وتركيا والنيجر وغينيا والسنغال وسويسرا وغيرها[1].

وتلا ذلك تأسيس مصرف الراجحي للاستثمار في عام 1986م. ونتيجة للطلب المتنامي على الصيرفة الإسلامية داخل المملكة وخارجها بدأت كثير من البنوك التجارية تشهد فتح فروع للصيرفة الإسلامية إلى جانب نشاطها المصرفي التقليدي مثل البنك السعودي الامريكي (بنك سامبا) وغيرها من البنوك التجارية الأخرى في السعودية.

ويبلغ عدد المصارف العاملة في السعودية (11) مصرفا نصيب المصارف الإسلامية منها (4) مصارف وهي (البنك الإسلامي للتنمية، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بنك الجزيرة وبنك البلاد)، فضلا على إن عددا من البنوك التجارية قد افتتح فروعا له تتعامل وفقا للشريعة الإسلامية. وتحتل المصارف الإسلامية في السعودية أهمية كبيرة من حيث التعاملات وحجم الأموال والفروع مقارنة بالمصارف والمؤسسات المالية في دول الخليج العربي.

(1) د. صلاح محمد علي زين الدين، رؤية بعض الاكاديميين الالمان لواقع ومستقبل المؤسسات المالية الإسلامية، مصدر سبق ذكره، ص 1363.

وفي إطار دراستنا تم اختيار عينة مكونة من مصرفين اثنين هما شركة الراجحي المصرفية للاستثمار والبنك الإسلامي للتنمية، بوصفهما المصرفين الأقدم بين المصارف الإسلامية في السعودية فضلا عن كبر حجم هذين المصرفين المالي مقارنة بباقي المصارف الإسلامية.

ثانياً: تطور الوضع المالي لشركة الراجحي المصرفية للاستثمار للمدة (1990 – 2007)

تأسس مصرف الراجحي في عام (1986)، ويصنف من اكبر المصارف الإسلامية في العالم[1]، إذ إن مؤسسة الراجحي المصرفية للاستثمار يبلغ ترتيبها (220) في جدول ترتيب حجم المصارف العالمية.وتبلغ مجموع أصوله نحو (125) مليار ريال سعودي، ويعمل في المصرف أكثر من (8000) موظف، وبشبكة واسعة من الفروع تبلغ (403) فروع ونحو (2000) جهاز صراف آلي و (15000) محطة طرفية موزعة في مختلف نقاط البيع ولديه اكبر قاعدة عملاء من أي مصرف آخر في المملكة[2].

(1) المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية: www.iskamicfi.com

(2) شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، التقرير السنوي لعام (2007).

والجدول الآتي يبين الوضع المالي لشركة الراجحي المصرفية للاستثمار للمدة من (1990 – 2007).

جدول (14)

الوضع المالي لشركة الراجحي المصرفية للاستثمار للمدة (1990-2007)

(مليون ريال سعودي)

السنوات	صافي الارباح	رأس المال المدفوع	اجمالي الموجودات	حقوق الملكية	اجمالي الودائع	النقد في الصندوق ولدى المصارف الاخرى	اجمالي الايرادات	اجمالي الاستثمارات
1990	621,116	1500,000	26781,000	3068,118	16632,410	2496,813	989,621	19706,310
1991	703,610	1500,000	27316,000	3319,219	18611,216	2682,217	1093,650	21501,103
1992	796,520	1500,000	28061,000	3549,000	19552,337	2703,116	1286,349	23781,345
1993	802,421	1500,000	28598,000	3807,000	20919,000	2793,557	1429,334	24559,656
1994	877,331	1500,000	28878,00	4084,000	21090,000	2847,691	1912,872	24256,107
1995	1117,483	1500,000	30662,622	4451,582	21725,062	293,852	2086,636	25066,678
1996	1208,189	1500,000	32281,653	4759,771	23309,425	3005,044	2288,290	26825,201
1997	1301,954	1500,000	35135,079	5161,725	25114,415	3132,619	2268,925	29527,387
1998	1411,247	2250,000	38055,445	5447,972	27339,354	3130,126	2604,839	32335,360
1999	1501,392	2250,000	42879,791	5689,364	30182,237	4068,276	2860,912	35298,686
2000	1852,273	2250,000	48680,434	6476,721	34442,929	5296,628	3463,771	39792,133
2001	1542,621	2250,000	51732,160	6720,349	37801,119	6452,344	2861,812	43619,478
2002	1412,190	2250,000	59398,452	6837,680	43296,828	7623,318	3378,658	48066,771
2003	2038,120	2250,000	64678,324	7249,090	47200,904	6480,308	4137,575	54365,318
2004	2935,915	2250,000	77854,774	10185,005	60913,513	9623,037	5185,706	64771,712
2005	5633,327	4500,000	95037,981	13469,294	12,192017	11113,764	7982,658	80134,684
2006	7301,891	6750,000	105208,744	20179,476	73397,980	10965,872	9509,898	89563,188
2007	6449,657	13500,000	124886,482	23606,112	89725,167	13931,844	9321,096	104875,445

ومن خلال الجدول (14) سيتم اختيار مدد ضمن مدة الدراسة لبيان معدلات النمو الحاصلة في أهم بنود الوضع المالي وعلى النحو الآتي:

1- صافي الأرباح

يتمثل صافي الأرباح بإجمالي دخل البنك مطروحا منه إجمالي المصروفات وضريبة الدخل ويبين الجدول (15) صافي أرباح الشركة بعد خصم الضرائب منها ومعدلات النمو الحاصلة فيها لمدد مختارة ضمن مدة الدراسة والممتدة من عام (1990 – 2007)

جدول (**15**)

معدلات نمو صافي أرباح الراجحي المصرفية للاستثمار

السنوات	صافي الارباح (مليون ريال سعودي)	معدل النمو (٪)
1990	621.116	-
1994	877.331	9.02
1998	1411.247	12.62
2002	1413.190	0.034
2007	6449.657	35.48
معدل النمو الإجمالي (٪)		**14.76**

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (**14**).

يتضح من الجدول اعلاه ان صافي ارباح الشركة ارتفعت طوال مدة الدراسة ولكن هذا الارتفاع تذبذب في مداه، إذ بلغ صافي ارباح الشركة عام (1994) نحو (877.331) مليون ريال مقارنة بعام (1990) والبالغة (621.116) مليون ريال وبمعدل نمو بلغ (9.02٪). لترتفع في عام (1998) وتصل إلى (1411.247) مليون ريال وبمعدل نمو بلغ (12.62٪). أما عام 2002 فقد شهد ارتفاعاً بسيطاً في معدل النمو وبلغ (0.034٪). وقد شهد عام 2007 أعلى قيمة لصافي ارباح الشركة وقد بلغت (6449.657) مليون ريال وبمعدل نمو بلغ (35.48٪)، ويرجع سبب هذا الارتفاع في المدة (2002-2007) إلى الإرتفاع الكبير في إجمالي دخل البنك،إذ ارتفع هذا المؤشر من (3378.658)مليون ريال في عام 2002 إلى (9321.096)مليون ريال في عام 2007. أما معدل النمو الإجمالي فقد بلغ نحو (14.76٪). وسبب هذا التطور المستمر في مؤشر صافي الارباح وحتى باقي المؤشرات طوال مدة الدراسة يرجع إلى عاملين اساسيين هما :

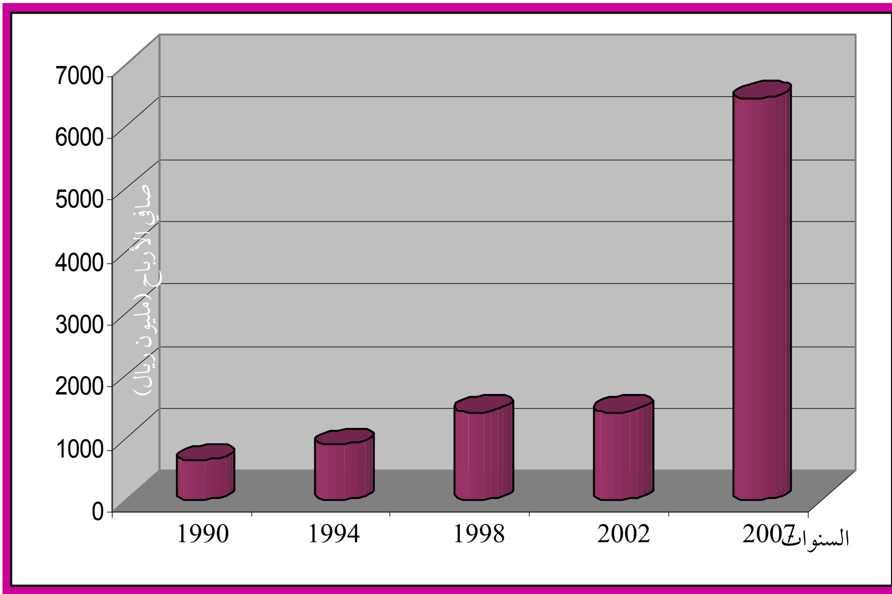
- ارتفاع اسعار النفط بشكلٍ كبير خلال مدة الدراسة وتحديداً في السنوات الاخيرة منها.

• التوجه العام والإقبال الشديد على المنتجات المصرفية والاستثمارية المتفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية داخل المملكة العربية السعودية.

وبالإمكان بيان التطور الذي لحق بصافي أرباح شركة الراجحي للمدد المختارة ضمن مدة الدراسة (1990 – 2007) ومثلما في الشكل الآتي:

شكل(**23**)

تطور صافي أرباح شركة الراجحي المصرفية للاستثمار



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (15).

2- **إجمالي الموجودات**

يلخص الجدول (16) إجمالي موجودات شركة الراجحي المصرفية لمدد مختارة ضمن مدة الدراسة وعلى النحو الآتي:

جدول (16)

معدلات نمو إجمالي الموجودات في شركة الراجحي المصرفية للاستثمار

السنوات	إجمالي الموجودات (مليون ريال)	معدل النمو (٪)
1990	26781.000	—
1994	28878.000	1.9
1998	38055.445	7.14
2002	59398.452	11.77
2007	124886.482	16.02
	معدل النمو الإجمالي (٪)	**9.48**

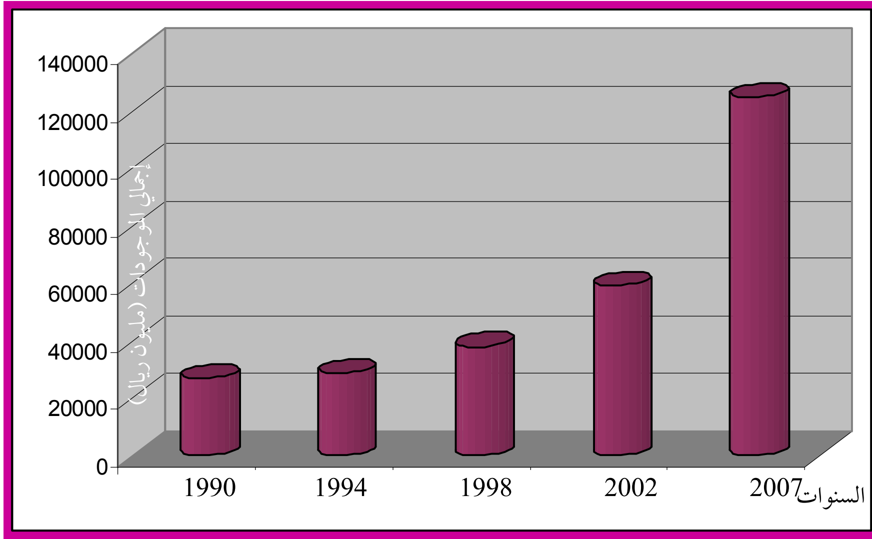
المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (**14**).

يبين الجدول (16) إن إجمالي موجودات الشركة كانت في ارتفاع مستمر وبمعدلات نمو متزايدة طوال مدة الدراسة، إذ بلغ معدل النمو في المدة من (1990 – 1994) نحو (1.9٪) ليصل إلى (7.14٪) في المدة التي تلتها، ثم ارتفع هذا المعدل ليصل إلى (11.77٪) في عام 2002. اما عام 2007 فقد شهد أعلى معدل نمو طوال مدة الدراسة إذ بلغ (16.02٪)،ويرجع هذا الارتفاع إلى زيادة الإقبال على المصارف الإسلامية في السعودية من جهة والتوجه العام إلى اسلمة الجهاز المصرفي وزيادة قاعدته الرأسمالية من جهة أخرى. وقد بلغ معدل النمو الإجمالي (9.48٪).

والشكل الآتي يبين التطورات الحاصلة في إجمالي موجودات شركة الراجحي المصرفية للاستثمار.

شكل (**24**)

تطور إجمالي الموجودات لشركة الراجحي المصرفية للاستثمار



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (**16**).

3- **حقوق الملكية**

يبين الجدول الآتي حقوق الملكية الخاصة بشركة الراجحي المصرفية للاستثمار لمدد مختارة ضمن مدة الدراسة ومعدلات النمو الحاصلة فيها وعلى النحو الآتي :

جدول (**17**)

معدلات نمو حقوق الملكية لشركة الراجحي المصرفية للاستثمار

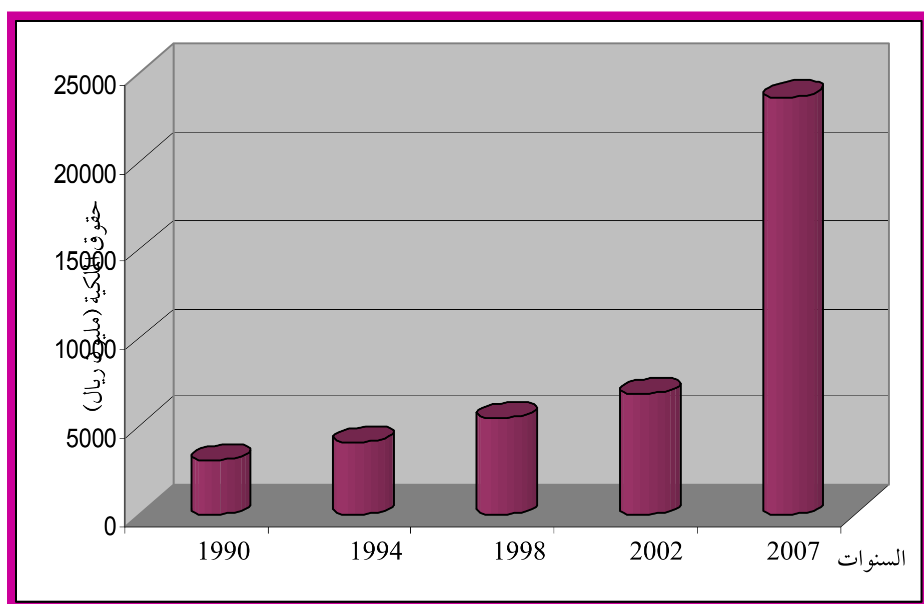
السنوات	حقوق الملكية (مليون ريال)	معدل النمو (٪)
1990	3068.118	—
1994	4084.000	7.41
1998	5447.972	7.47
2002	6837.680	5.85
2007	23606.112	28.12
معدل النمو الإجمالي (٪)		**12.75**

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (**14**).

تبين بيانات الجدول (17) ان حقوق الملكية لشركة الراجحي المصرفية قد ارتفعت بشكل كبير وبالتحديد في المدة (2002 – 2007)، إذ ازدادت حقوق الملكية في عام 2007 لتصل إلى (23606.112) مليون ريال مقارنة بقيمتها في عام 2002 والبالغة (6837.68) مليون ريال وبمعدل نمو بلغ (28.12٪). وبلغ معدل نمو حقوق الملكية لإجمالي المدة نحو (12.75٪). وبالإمكان توضيح الارتفاع الحاصل في حقوق الملكية بالشكل الآتي:

شكل (25)

تطور حقوق الملكية لشركة الراجحي المصرفية للاستثمار



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (**17**).

4- إجمالي الودائع

الجدول (18) إجمالي الودائع الخاصة بشركة الراجحي المصرفية للاستثمار ومعدلات النمو الحاصلة فيها ولمدد مختارة ضمن المدة (1990 – 2007) وعلى النحو الآتي:

جدول (18)

معدلات نمو إجمالي ودائع شركة الراجحي المصرفية للاستثمار

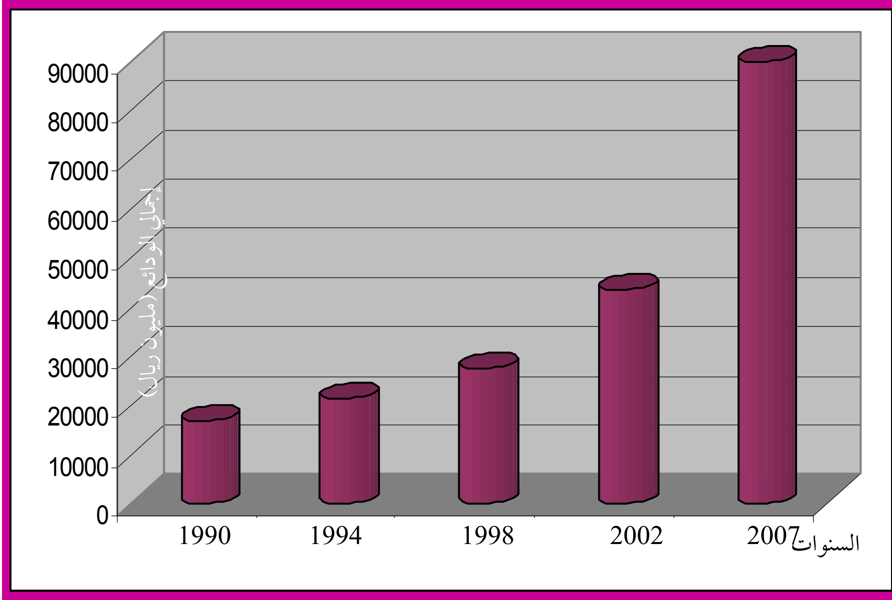
السنوات	إجمالي الودائع (مليون ريال سعودي)	معدل النمو (٪)
1990	16632.410	—
1994	21090.000	6.12
1998	27339.354	6.70
2002	43296.828	12.18
2007	89725.167	15.69
معدل النمو الإجمالي (٪)		**10.42**

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (14).

شهد إجمالي ودائع شركة الراجحي المصرفية نموا متزايدا خلال مدة الدراسة وهذا ما أظهرته معدلات النمو. إذ بلغ إجمالي الودائع عام (1994) نحو (21090) مليون ريال مقارنة بإجمالي الودائع عام (1990) والبالغة (16632.41) مليون ريال وبمعدل نمو بلغ (6.12٪) ليرتفع في المدد اللاحقة إلى ان وصل في عام (2007) إلى (89725.167) مليون ريال وبمعدل نمو بلغ (15.69٪) مقارنة بالمدة السابقة (2002) والبالغة (12.18٪). اما معدل النمو في الودائع لإجمالي المدة فبلغ (10.42٪). والشكل (25) يوضح التطور الحاصل في إجمالي الودائع للشركة خلال مدة الدراسة:

شكل (26)

تطور إجمالي الودائع لشركة الراجحي المصرفية للاستثمار



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (18).

5- **إجمالي الاستثمارات**

يبين الجدول الآتي إجمالي الاستثمارات في شركة الراجحي الاستثمارية لمدد مختارة ضمن مدة الدراسة (1990 – 2007).

جدول (19)

معدلات نمو إجمالي الاستثمارات لشركة الراجحي المصرفية للاستثمار

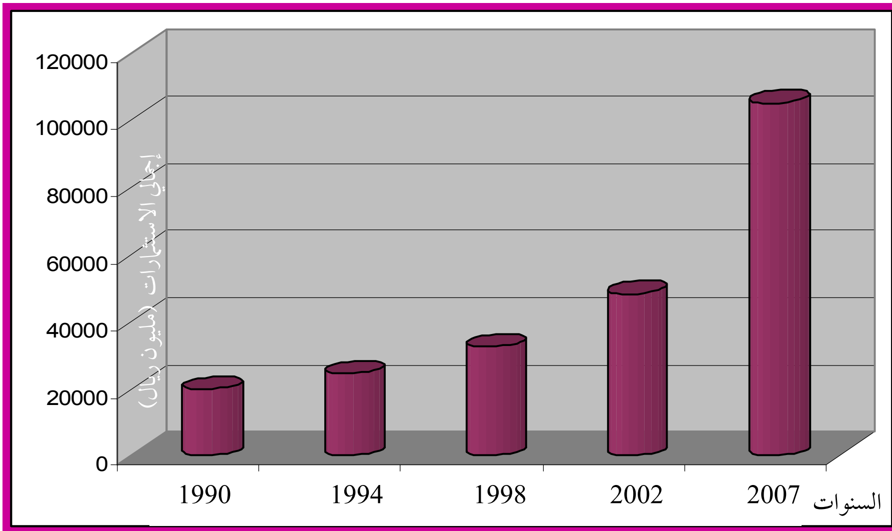
السنوات	إجمالي الاستثمارات (مليون ريال)	معدل النمو (٪)
1990	19706.310	—
1994	24256.107	5.33
1998	32335.360	7.45
2002	48066.771	10.42
2007	104875.445	16.89
معدل النمو الإجمالي ٪		**10.33**

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (14).

يوضح الجدول أعلاه ارتفاع إجمالي الاستثمارات طوال مدة الدراسة، إذ بلغ إجمالي الاستثمارات في عام (1994) نحو (24256.107) مليون ريال مقارنة بقيمتها في عام (1990) والبالغة (19706.310) مليون ريال وبمعدل نمو بلغ (5.33٪). واستمر الارتفاع في إجمالي الاستثمارات ليصل في عام (1998) إلى (32335.360) مليون ريال وبمعدل نمو بلغ (7.45٪). لتبلغ إجمالي الاستثمارات في عام (2002) نحو (48066.771) مليون ريال وبمعدل نمو بلغ (10.42٪).أما في عام 2007 فقد بلغ أعلى قيمة في إجمالي الاستثمارات، إذ بلغ نحو (104875.445) مليون ريال وبمعدل نمو عالٍ مقارنة بمعدلات النمو الحاصلة للمدد السابقة وبلغ نحو (16.89٪) أما معدل النمو الإجمالي فقد بلغ (10.33٪) طوال مدة الدراسة وبالإمكان عرض التطور الذي لحق بإجمالي الاستثمارات على النحو الآتي:

شكل (**27**)

تطور إجمالي الاستثمارات لشركة الراجحي المصرفية للاستثمار



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (**19**).

يلاحظ من خلال تطور الوضع المالي لشركة الراجحي المصرفية للاستثمار الارتفاع الكبير في جميع مؤشرات الوضع المالي في المدة الممتدة (2002-2007)، فضلا عن تحقيق معدلات نمو إجمالية كبيرة نسبيا في جميع المؤشرات المالية (صافي الارباح،إجمالي الموجودات، حقوق الملكية، إجمالي الودائع و إجمالي الاستثمارات) إذ بلغت نحو(14.76٪، 9.48 ٪، 12.75 ٪، 10.42 ٪، 10.33٪) على التوالي. ويرجع ذلك إلى سببين أساسيين هما ارتفاع أسعار النفط في هذه المدة مما حدا بناتج الدخل القومي للسعودية إلى الارتفاع ومن ثم زيادة التوجه نحو الاستثمار. أما السبب الثاني فهو التوجه العام للسعودية نحو أسلمة الجهاز المصرفي مما حدا بالمؤشرات المالية للمصارف الإسلامية إلى الارتفاع في هذه المدة.

ثالثاً : تطور الوضع المالي للبنك الإسلامي للتنمية للمدة (1990 – 2007)

يعد البنك الإسلامي للتنمية مؤسسة مالية دولية أنشئت بموجب اتفاقية التأسيس التي وقعتها وصادقت عليها مجموعة الدول الأعضاء في المؤتمر الإسلامي والبالغ عددها (29) دولة وذلك في عام (1975) لتصل إلى (56) دولة في نهاية عام (2007). ويهدف البنك إلى دعم التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي للدول الأعضاء والمجتمعات الإسلامية وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية. ويقع المقر الرئيس للبنك في مدينة جدة بالمملكة العربية السعودية وانشئ مكتبان إقليميان عام (1994) احدهما بمدينة الرباط في المغرب والثاني في كوالالمبور عاصمة ماليزيا، ثم أضيف لهما مكتب ثالث في المآتي عاصمة جمهورية قازاقستان[1].

(1) البنك الاسلامي للتنمية، التقرير السنوي لعام (2007).

وقد بدا البنك الإسلامي للتنمية برأس مال بلغ (700) مليون دينار إسلامي(*). وتعد المملكة العربية السعودية وليبيا وايران اكبر الدول المساهمة في البنك إذ تصل حصة الأسهم لهذه الدول (28٪، 11٪، 10٪) على التوالي، ويضم مجلس المديرين التنفيذيين (14) مقعدا ولكل من السعودية وليبيا وايران ومصر والإمارات والكويت وتركيا مقعدا مستقلا في المجلس، وتمثل مساهمة هذه الدول في مجموعها ما نسبته (78٪) من رأس المال المكتتب فيه[1].

والجدول الآتي يمثل الوضع المالي للبنك الإسلامي للتنمية للمدة (1990 – 2007)

جدول (20)

الوضع المالي للبنك الإسلامي للتنمية في السعودية للمدة من (1990-2007) (مليون ريال سعودي)

لسنوات	صافي الربح Net income	رأس المال المدفوع Share capital	إجمالي الموجودات total assets	حقوق الملكية Owners equity	إجمالي الودائع Customer deposits	النقد في الصندوق ولدى المصارف	إجمالي الإيرادات total operating income	إجمالي الاستثمار Total investment
1990	179.882	6131.200	8109.699	9106.608	158.331	4698.223	398.661	4631.210
1991	199.6701	6944.341	9398.887	11981.400	169.771	5109.212	339.227	3998.261
1992	201.873	7988.865	10775.691	10927.610	198.279	4992.110	410.987	4910.000
1993	239.620	8791.366	11986.224	11288.332	192.600	5328.000	466.398	5296.200
1994	267.336	10176.978	12367.557	11968.911	205.607	5901.321	486.670	5861.398
1995	308.839	10176.978	15677.252	13172.225	230.404	6367.964	504.927	6215.996
1996	335.642	10530.940	16096.003	14590.550	251.731	7196.557	538.014	6846.107
1997	298.068	11402.375	16932.662	15444.462	277.860	7759.880	565.825	7229.419
1998	386.745	12095.959	17194.886	16853.940	641.183	8365.905	692.070	7521.173
1999	363.690	12577.613	18043.065	17654.119	1808.348	7329.638	707.175	5298.761
2000	371.183	12249.023	18316.429	17364.679	1522.800	6824.048	718.571	5258.419
2001	343.556	12353.906	18248.100	17756.681	1035.375	5652.206	804.769	4560.356
2002	375.038	13753.088	21171.169	20031.113	609.488	4383.713	827.138	4382.288
2003	328.526	15198.544	24987.056	22811.831	936.244	5432.456	1244.588	6845.231
2004	389.595	15299.580	26721.754	23995.808	623.126	2469.405	166.588	8061.345
2005	610.412	15430.703	33232.127	26056.989	535.943	7232.138	1434.341	9703.387
2006	705.225	16048.380	34883.641	27488.548	348.414	7735.875	1810.611	11212.081
2007	942.056	17660.158	38708.546	30613.231	651.054	6335.537	1845.252	13188.679

المصدر: البنك الإسلامي للتنمية، التقارير السنوية للأعوام من (1990 – 2007)

(*) الدينار الإسلامي عبارة عن وحدة حسابية للبنك تعادل وحدة من وحدات حقوق السحب الخاصة لصندوق النقد الدولي.

(1) الموقع الاليكتروني للبنك الاسلامي للتنمية: www.ISDB.ORG

ومن خلال بيانات الجدول (20) سيتم اختيار مدد مختارة ضمن مدة الدراسة ومعرفة معدلات النمو الحاصلة في أهم بنود الميزانية العامة للبنك وعلى النحو الآتي:

1- **صافي الأرباح**

يبين الجدول الآتي صافي أرباح البنك الإسلامي للتنمية لمدد مختارة ضمن مدة الدراسة ومعدلات نموها.

جدول (21)

معدلات نمو صافي أرباح البنك الإسلامي للتنمية

السنوات	صافي الأرباح (مليون ريال)	معدل النمو (٪)
1990	179.882	—
1994	267.336	10.41
1998	386.745	9.67
2002	375.038	(0.77)*
2007	942.056	20.23
معدل النمو الإجمالي (٪)		**10.23**

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (20).

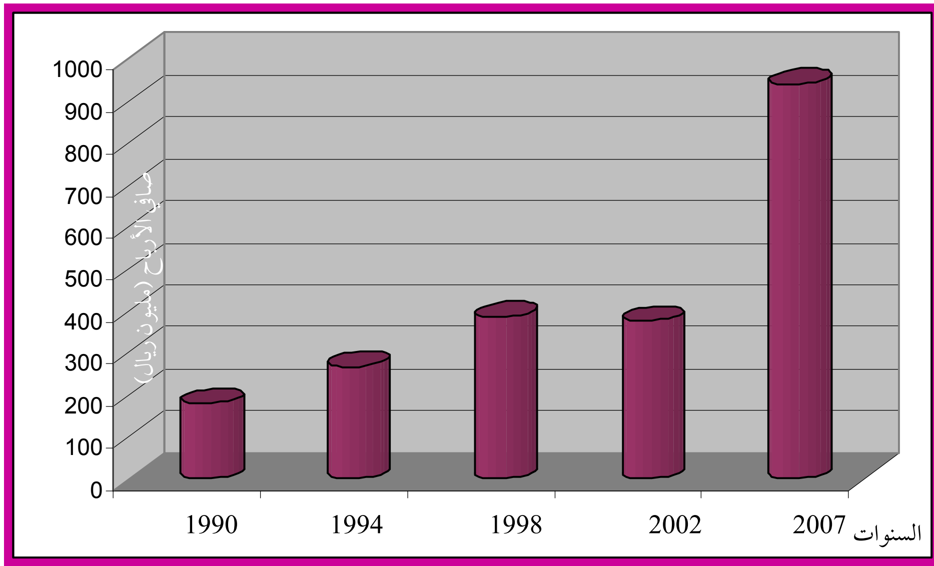
(*) الأرقام التي بين الأقواس هي معدلات سالبة.

توضح بيانات الجدول أعلاه أن صافي أرباح البنك ارتفعت بمديات متفاوتة، إذ بلغ صافي الأرباح في عام (1994) نحو (267.336) مليون ريال مقارنة بقيمتها في عام (1990) والبالغة (179.882) مليون ريال وبمعدل نمو بلغ (10.41٪) ليصل إلى (386.745) مليون ريال عام (1998) وبمعدل نمو بلغ (9.67٪) أما عام (2002) فقد شهد انخفاضاً طفيفاً في صافي الارباح إذ بلغ (375.038) مليون ريال وبمعدل نمو سالب بلغ (0.77)، إذ يرجع هذا الانخفاض إلى الأحداث العالمية والحملة على

الإرهاب (كما مرَّ سابقاً). وشهد عام (2007) أعلى صافي أرباح طوال مدة الدراسة إذ بلغ (942.056) مليون ريال وبمعدل نمو بلغ (20.23٪) أما معدل نمو صافي أرباح البنك لإجمالي المدة فقد بلغ (10.23٪). ويرجع هذا الارتفاع إلى الإقبال الكبير على منتجات هذه المصارف فضلا عن التوجه العام إلى اسلمة الجهاز المصرفي. وبالإمكان عرض التطور الذي لحق بصافي أرباح البنك الإسلامية للتنمية في الشكل الآتي:

شكل (28)

تطور صافي أرباح البنك الإسلامي للتنمية



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (21).

2- إجمالي الموجودات

الجدول الآتي يبين إجمالي موجودات البنك الإسلامية للتنمية في السعودية ومعدلات نموها لمدد مختارة ضمن مدة الدراسة (1990 – 2007).

جدول (22)

معدلات نمو إجمالي الموجودات للبنك الإسلامي للتنمية

السنوات	إجمالي الموجودات (مليون ريال)	معدل النمو (٪)
1990	8109.699	—
1994	12367.557	11.13
1998	17194.886	8.59
2002	21171.169	5.34
2007	38708.546	12.83
معدل النمو الإجمالي (٪)		**9.63**

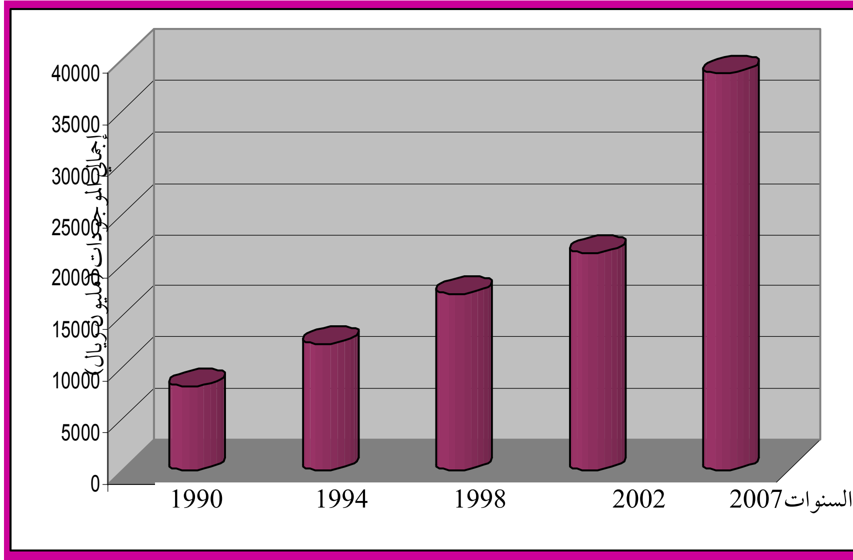
المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (**20**).

يبين الجدول (22) ارتفاع إجمالي موجودات البنك طوال المدد المختارة ضمن مدة الدراسة ولكن بمعدلات نمو متفاوتة في ارتفاعها، إذ بلغ معدل النمو عام (1994) نحو(11.13٪) نتيجة ارتفاع إجمالي الموجودات إلى (12367.557) مليون ريال مقارنة بقيمتها في عام (1990) والبالغة (8109.699) مليون ريال. واستمر ارتفاع إجمالي الموجودات ليصل في عام (1998) إلى (17194.886) مليون ريال وبمعدل نمو بلغ (8.59٪). أما عام 2002 فشهد أوطأ معدل نمو وبلغ (5.34٪). ويرجع هذا الانخفاض إلى الظروف غير الطبيعية التي أحاطت بالمؤسسات الاسلامية بعد أحداث الحادي عشر من سبتمبر وما آلت إليه من تبعات.وفي عام (2007) ارتفع إجمالي الموجودات إلى (38708.546) مليون ريال وحقق أعلى معدل نمو طوال المدد المختارة وبلغ (12.83٪).

أما معدل نمو إجمالي الموجودات لإجمالي مدة الدراسة فقد بلغ (9.36٪). وبالإمكان عرض التطور في إجمالي الموجودات للبنك الإسلامي للتنمية في الشكل الآتي:

شكل (29)

تطور إجمالي الموجودات للبنك الإسلامي للتنمية



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (22).

3- **حقوق الملكية**

يلخص الجدول الآتي بيانات حقوق الملكية في البنك الإسلامي للتنمية ولمدد مختارة ضمن مدة الدراسة (1990 – 2007) فضلا عن معدلات نموها.

جدول (23)

معدلات نمو حقوق الملكية للبنك الإسلامي للتنمية

السنوات	حقوق الملكية (مليون ريال)	معدل النمو (٪)
1990	9106.608	—
1994	11968.991	7.07
1998	16853.940	8.93
2002	20031.113	4.41
2007	30613.231	8.85
معدل النمو الإجمالي (٪)		**7.39**

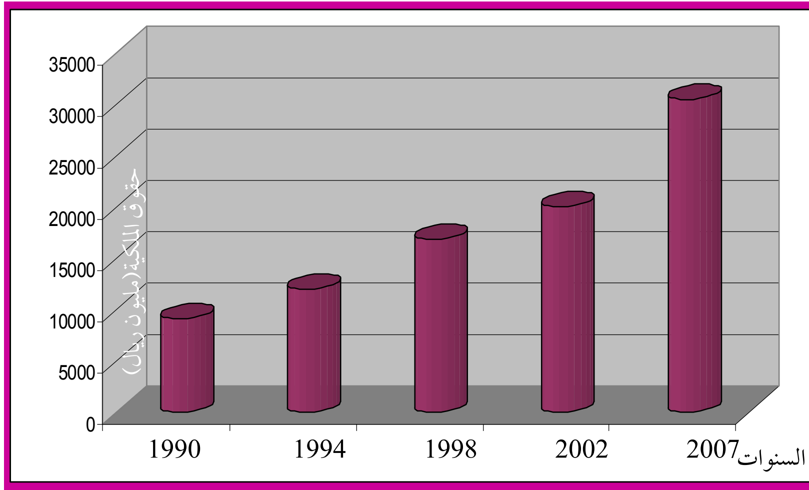
المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (20).

شهدت حقوق الملكية في البنك الإسلامي للتنمية ارتفاعا مستمرا طوال المدد المختارة ضمن مدة الدراسة إذ بلغت في عام (1994) نحو (11968.991) مليون ريال سعودي مقارنة بقيمتها عام (1990) والبالغة (9106.608) مليون ريال وبمعدل نمو بلغ (7.07٪)،لتصل قيمتها في عام (1998) نحو (16853.940) مليون ريال وبمعدل نمو بلغ (8.93٪).

وبلغت حقوق الملكية في عام (2002) نحو (20031.113) مليون ريال وبمعدل نمو بلغ (4.41٪) اما عام (2007) فقد بلغت حقوق الملكية نحو (30613.231) مليون ريال وبمعدل نمو بلغ (8.85٪) وبلغ معدل نمو حقوق الملكية الإجمالي لمدة الدراسة نحو (7.39٪) وبالإمكان بيان التطور الذي لحق بحقوق الملكية في البنك الإسلامي للتنمية من خلال الشكل الآتي:

شكل (**30**)

تطور حقوق الملكية للبنك الإسلامي للتنمية



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (**23**).

4- **إجمالي الودائع**

يلخص الجدول الآتي إجمالي ودائع البنك الإسلامي للتنمية ومعدلات النمو الحاصلة فيها لمدد مختارة ضمن مدة الدراسة (1990 – 2007)

جدول (**24**)

معدلات نمو إجمالي ودائع البنك الإسلامي للتنمية

السنوات	إجمالي الودائع (مليون ريال)	معدل النمو (٪)
1990	158.331	ـ
1994	205.607	6.75
1998	641.183	32.89
2002	609.488	(1.26)(*)
2007	651.054	1.33
معدل النمو الإجمالي (٪)		**8.67**

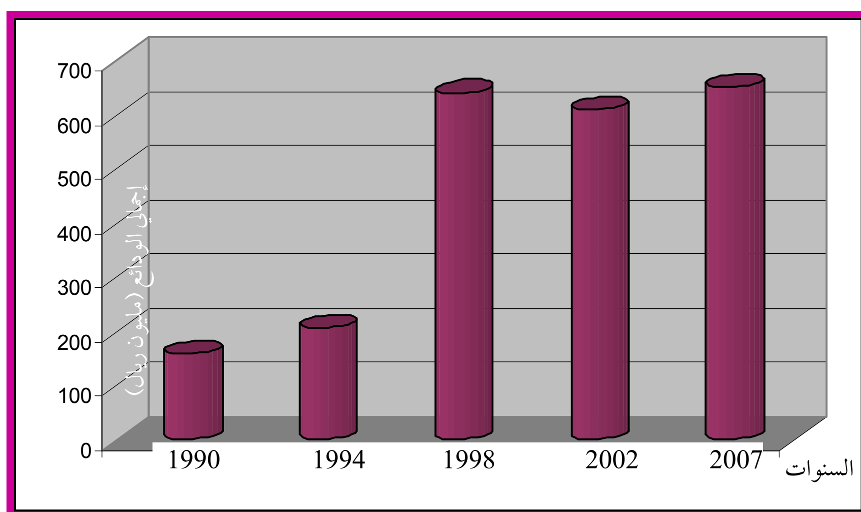
المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (**20**).

(*) النسب التي بين الأقواس هي نسب سالبة.

لقد شهد إجمالي الودائع للبنك الإسلامي للتنمية ارتفاعاً كبيراً وملحوظاً في المدة الأولى من المدد المختارة ضمن مدة الدراسة، إذ بلغ إجمالي الودائع عام (1994) نحو (205.607) مليون ريال مقارنة بإجمالي الودائع عام (1990) والبالغ (158.331) مليون ريال وبمعدل نمو بلغ (6.75٪)، واستمر هذا الارتفاع في إجمالي الودائع ليصل إلى أعلى معدل نمو له خلال مدة الدراسة وذلك في عام (1998) ليبلغ (641.183) مليون ريال وبمعدل نمو كبير بلغ (32.89٪)، ليتراجع في عام 2002 ليصل إلى (609.488) مليون ريال سعودي وبمعدل نمو سالب بلغ (1.26 ٪)، ويرجع ذلك الانخفاض إلى تداعيات أحداث الحادي عشر من سبتمبر والحملة التي تبعتها – من نحو ما مرَّ ذكره سابقا–،أما عام (2007) فقد شهد ارتفاعا بسيطا إذ بلغ إجمالي الودائع نحو (651.054) مليون ريال وبمعدل نمو (1.33٪). وبلغ معدل نمو إجمالي ودائع البنك لإجمالي مدة الدراسة نحو (8.67٪). ويمكن توضيح التطور الذي لحق بإجمالي ودائع البنك الإسلامي للتنمية على النحو الآتي:

شكل (31)

تطور إجمالي الودائع للبنك الإسلامي للتنمية



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (24).

5- إجمالي الاستثمارات

يبين الجدول (25) إجمالي الاستثمارات للبنك الإسلامي للتنمية ومعدلات النمو الحاصلة فيها لمدد مختارة ضمن مدة الدراسة.

جدول (25)

معدلات نمو إجمالي الاستثمارات للبنك الإسلامي للتنمية

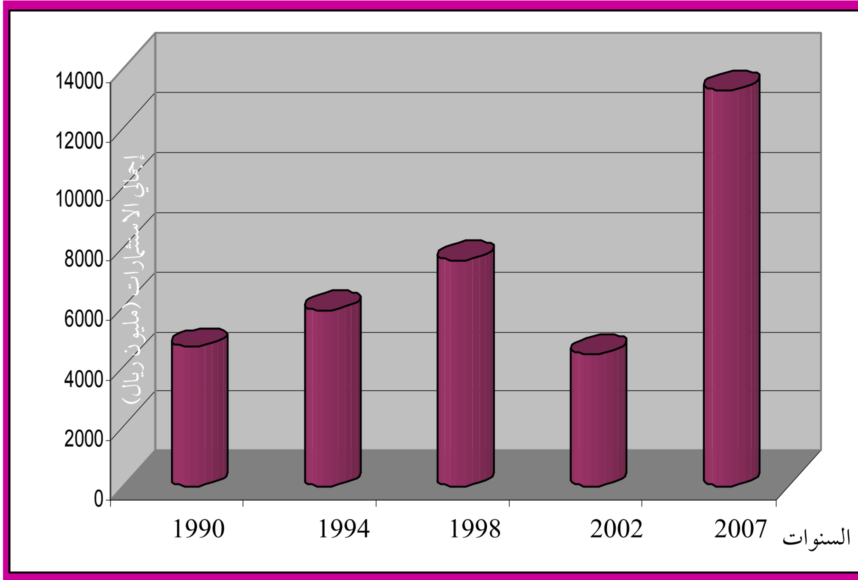
السنوات	إجمالي الاستثمارات (مليون ريال)	معدل النمو (٪)
1990	4631.210	-
1994	5861.398	6.07
1998	7521.173	6.43
2002	4382.288	(12.63)
2007	13199.679	24.67
معدل النمو الإجمالي (٪)		**6.36**

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى بيانات الجدول (**20**).

شهد مؤشر إجمالي الاستثمارات في البنك الإسلامي للتنمية تذبذباً في مدياته، إذ بلغ إجمالي الاستثمارات في عام (1994) نحو (5861.398) مليون ريال مقارنة بإجمالي الاستثمارات في عام (1990) والبالغة (4631.210) مليون وبمعدل نمو بلغ (6.07٪)، ليصل في عام (1998) إلى نحو (7521.173) مليون ريال وبمعدل نمو بلغ (6.43٪). أما في عام (2002) فقد شهد انخفاضاً في إجمالي الاستثمارات ليصل إلى (4382.288) مليون ريال وبمعدل نمو سالب بلغ (12.63٪) وتبعه ارتفاع كبير في إجمالي الاستثمارات ليبلغ (13199.679) مليون ريال وبمعدل نمو بلغ (24.67٪).أما معدل نمو إجمالي الاستثمارات لإجمالي المدة فبلغ (6.36٪). وبالإمكان بيان التطور الذي لحق بإجمالي الاستثمارات في الشكل الآتي:

شكل (32)

تطور إجمالي الاستثمارات في البنك الإسلامي للتنمية



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (**25**).

رابعاً: تحليل مؤشرات الأداء المالي للنشاط المصرفي الإسلامي في السعودية للمدة (1990–2007)

تمثل النشاط المصرفي الإسلامي في السعودية بمصرفين رئيسين هما البنك الإسلامي للتنمية وشركة الراجحي المصرفية للاستثمار، لما يحتله هذان المصرفان من أهمية في حيز القطاع المالي والمصرفي في المملكة العربية السعودية، ولذا وبعد أن تم عرض وتحليل واقع المصرفين في المطلبين السابقين سيتم عرض مؤشرات الأداء المالي للنشاط المصرفي الإسلامي في السعودية وتحليله ممثلا بمؤشرات الأداء المالي لكلا المصرفين وعلى النحو الآتي:

جدول (26)

مؤشرات الأداء المالي للنشاط المصرفي الإسلامي في السعودية (1990-2007)

السنوات	مؤشر السيولة	مؤشر الربحية	مؤشر ملاءة رأس المال	مؤشر توظيف الأموال
1990	0.2026	0.0658	0.3489	0.0570
1991	0.2122	0.0590	0.4167	0.0562
1992	0.1981	0.0690	0.3728	0.0592
1993	0.2001	0.0690	0.3720	0.0635
1994	0.2121	0.0713	0.3892	0.0797
1995	0.2008	0.0809	0.3803	0.0828
1996	0.2109	0.0798	0.4000	0.0839
1997	0.2092	0.0777	0.3958	0.0771
1998	0.2081	0.0806	0.4037	0.0827
1999	0.1953	0.0799	0.3832	0.0879
2000	0.1809	0.0933	0.3559	0.0706
2001	0.1730	0.1303	0.3497	0.0761
2002	0.1490	0.0666	0.3335	0.0802
2003	0.1329	0.0787	0.3353	0.0879
2004	0.1156	0.0973	0.3269	0.0872
2005	0.1430	0.1580	0.3082	0.1048
2006	0.1316	0.1680	0.3403	0.1123
2007	0.1239	0.1363	0.3314	0.0946

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الملحق (2).

ويوضح الجدول السابق مؤشرات الأداء المالي للنشاط المصرفي الإسلامي في السعودية (عينة الدراسة) للمدة (1990 – 2007) وبالإمكان ملاحظة الآتي:

1- **مؤشر السيولة**

تعد السيولة من أهم السمات الحيوية التي يجب أن تتصف بها المصارف كافة وتتميز بها عن الوحدات الاقتصادية الاخرى. ففي الوقت الذي تستطيع فيه الوحدات الاقتصادية سداد ما عليها من مستحقات، فان مجرد إشاعة عدم توافر سيولة لدى أي مصرف كفيلة بان تخلخل ثقة المودعين وتدفعهم لسحب ودائعهم مما قد يعرض

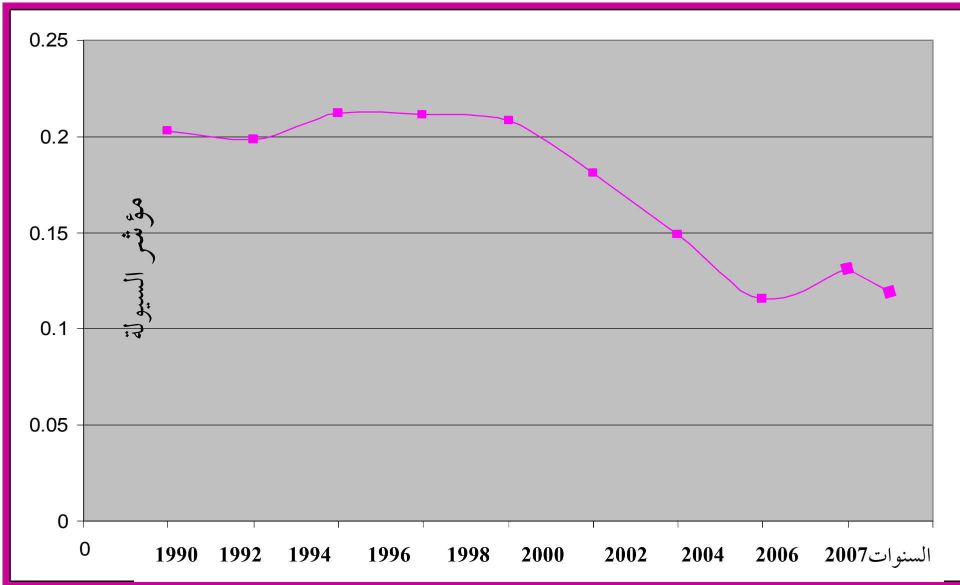
المصرف للإفلاس[1]. ويعد هـذا المـؤشر دلالـة عـلى حجـم الاسـتثمارات في النـشاط المصرفي، فكلما ارتفع مؤشر الـسيولة أشـار ذلـك إلى انخفـاض حجـم الاسـتثمارات وتشغيل الأموال في المصارف.

ومن خلال الجدول (26) يتضح ان مؤشر السيولة للنشاط المـصرفي الإسـلامي في السعودية قد تذبذب في مدياته، إذ بلغت نسب السيولة في عام (1991) نحو (0.2122) مقارنة بنسبة السيولة في عام (1990) والبالغـة (0.2062)،لتـستمر بالتـأرجح إلى عـام (1996) لتصل هذه النسبة إلى (0.2109) وبعدها بدأت نـسب الـسيولة بالانخفـاض تدريجيا إلى عام (2004) لتصل إلى (0.1156) وترتفع بعد ذلك وتصل في عـام (2005) إلى (0.1430) وعاودت الانخفاض من جديـد لتـصل في عـام (2007) إلى (0.1239) ويرجع هذا الانخفاض إلى توسـع المـصارف الإسـلامية في حجـم الاسـتثمارات ممـا انعكس على انخفاض نسبة السيولة في مجمل النـشاط المـصرفي الإسـلامي في المملكـة العربية السعودية، والشكل الآتي يوضح التطور الـذي لحـق بمـؤشر سـيولة النـشاط المصرفي الإسلامي السعودي للمدة (1990 – 2007).

(1) مركز البحوث المالية والمصرفية، تطوير مؤشرات للتنبوء بالازمات المصرفية قبل وقوعها، مجلة الدراسـات الماليـة والمصرفية، المجلد 8 العدد 3، 2000، ص 21.

شكل (33)

تطور مؤشر السيولة للنشاط المصرفي الإسلامي السعودي



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (26).

2- **مؤشر الربحية**

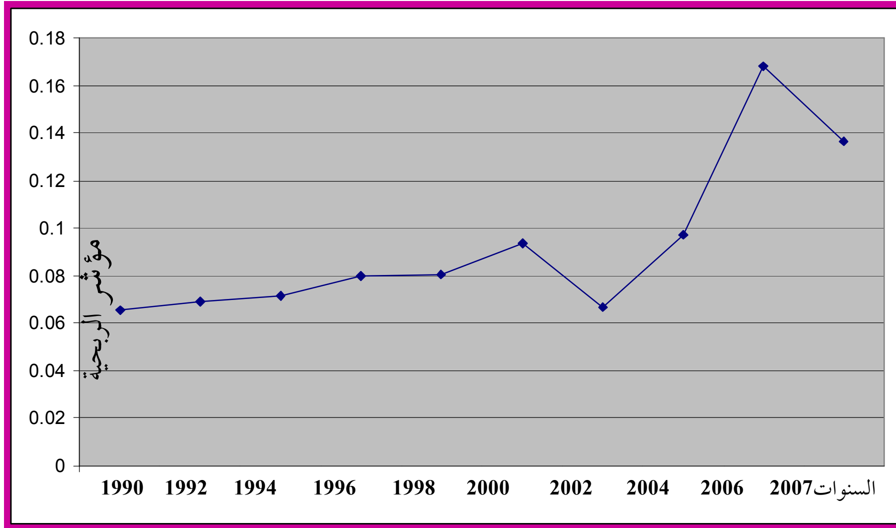
يعد هذا المؤشر من بين المؤشرات المالية المهمة التي تعكس مدى نجاح أي نشاط اقتصادي وتطوره، إذ إن ارتفاع هذه النسب في إطار النشاط المصرفي يعكس نجاح عمل هذه المصارف. ومن خلال نسب الربحية في الجدول (26) يتضح ارتفاعها بمديات متفاوتة طوال مدة الدراسة (1990 – 2007) ولكن إجمالا واجه هذا المؤشر ارتفاعا ملحوظا إذ بلغ مؤشر الربحية في عام (1990) نحو (0.0658) لينخفض إلى (0.0590) في عام (1991) نتيجة ارتفاع حقوق الملكية بنسبة اكبر من ارتفاع صافي الأرباح. وبعدها بدا هذا المؤشر بالارتفاع تدريجيا إلى أن وصل في عام (1995) نحو (0.0809) لينخفض من جديد في أعوام (1996) و(1997) ويصل إلى (0.0798) و(0.0777) على التوالي، ومن ثم بدا بالتذبذب في أعوام (1998 و 1999 و 2000)

ليصل إلى أعلى مستوياته خلال (1990 – 2001)، إذ بلغ في عام 2001 نحـو (0.1303) ثم انخفض إلى مستوى واطئ جدا وبلغ (0.0666) ويرجع هذا التراجع إلى الأوضاع غير المستقرة التي أعقبت أحداث الحادي عشر من سبتمبر (2001) ومحاولة عـدد مـن الدول ربط الإرهاب بالدين الإسلامي والمؤسسات التي تنتمي إليه، وهذا ما توضـح أيضا في التحليل المـالي للنـشاط المـصرفي الأردني وبالتحديـد صـافي الأربـاح للبنـك الإسلامي الأردني والبنك العربي الإسلامي الدولي. وبعدها بـدا الارتفـاع في مـؤشر الربحية من جديد ليصل في عام (2006) إلى (0.1680)، وشهد عام (2007) انخفاضـاً في مؤشر الربحية ليصل إلى (0.1363).

وبالإمكان بيان التطور الـذي لحـق بمـؤشر ربحيـة النـشاط المـصرفي الإسـلامي السعودي للمدة (1990 – 2007) على النحو الآتي:

شكل (34)

تطور مؤشر الربحية للنشاط المصرفي الإسلامي السعودي



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (**26**).

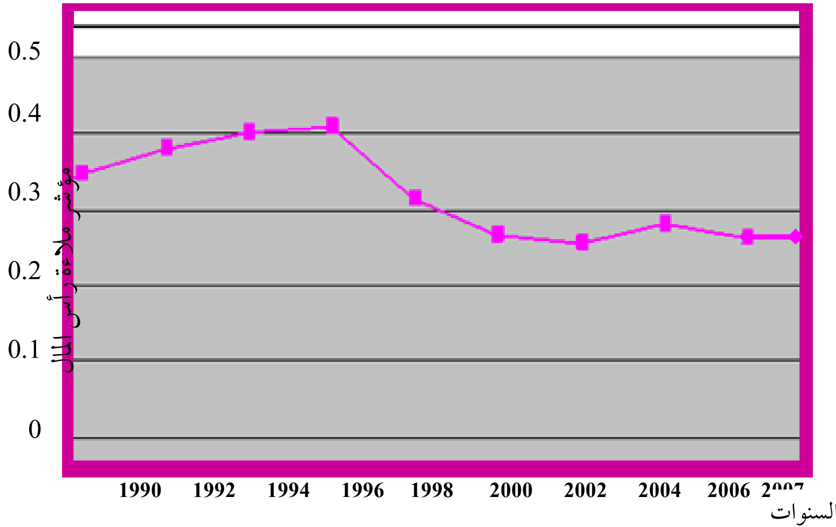
3- مؤشر ملاءة رأس المال

يتضح من خلال الجدول (26) ان نسب ملاءة رأس المال قد شهدت استقرارا نسبيا خلال مدة الدراسة (1990 – 2007) ويرجع هذا الاستقرار إلى إن نسب زيادة حقوق الملكية أو انخفاضها وإجمالي الموجودات الخاصة بالنشاط المصرفي الإسلامي السعودي (قدر تعلق الأمر بعينة الدراسة) كانت متقاربة مما أدى إلى استقرار نسبي في هذا المؤشر باستثناء عام (1991) الذي شهد ارتفاعاً في مؤشر ملاءة رأس المال نتيجة ارتفاع حقوق الملكية بنسبة اكبر من ارتفاع الموجودات إذ ارتفعت حقوق الملكية من (12174.726) مليون ريال في عام (1990) لتصل إلى (15300.619) مليون ريال في عام (1991) في حين ارتفع إجمالي الموجودات من (34890.699) مليون ريال في عام (1990) لتصل إلى (36714.887) مليون ريال في عام (1991)(*) مما أدى إلى حدوث ارتفاع كبير في مؤشر ملاءة رأس المال وبالإمكان بيان تطور مؤشر ملاءة رأس المال للنشاط المصرفي الإسلامي السعودي خلال مدة الدراسة على النحو الآتي:

(*) انظر الملحق (2).

شكل (35)

تطور مؤشر ملاءة رأس المال للنشاط المصرفي الإسلامي السعودي



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (26).

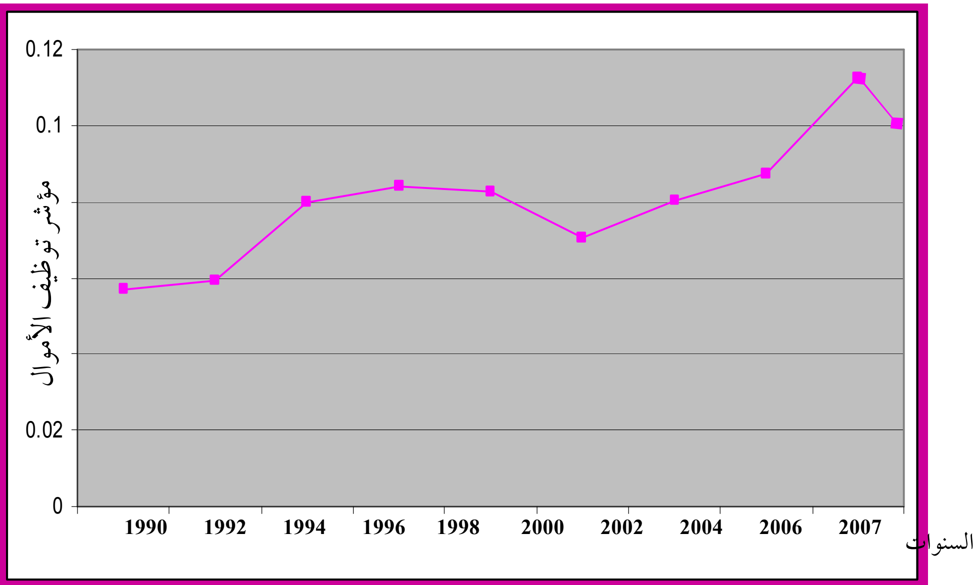
4- مؤشر توظيف الأموال

شهد مؤشر توظيف الأموال للنشاط المصرفي الإسلامي في السعودية تذبذبا في مدياته بالارتفاع تارة وبالانخفاض تارة أخرى، ولكن في الإجمال ارتفع هذا المؤشر في اغلب أعوام مدة الدراسة، إذ يلاحظ من خلال نسب هذا المؤشر والمبينة في الجدول (26)، انه انخفض بنسبة ضئيلة جدا في بداية الدراسة، إذ بلغ هذا المؤشر في عام (1991) نحو (0.0562) مقارنة بنسبته في عام (1990) والبالغة (0.0570)، لتبدأ بالارتفاع تدريجيا إلى أن وصلت في عام (1996) نحو (0.0839) وجاء هذا الارتفاع نتيجة زيادة إجمالي الإيرادات لمجمل النشاط المصرفي الإسلامي في السعودية في هذه المدة بنسبة اكبر من الزيادة في إجمالي الاستثمارات. اما الاعوام التي تلت عام (1996) فقد شهدت تأرجحا في مديات هذا المؤشر بالارتفاع مرة والانخفاض مرة اخرى

واتصف هذا التذبذب بالاستقرار النسبي وفي حدود تكاد تكون ضيقة إلى عام (2005) إذ شهد هذا العام ارتفاع نسبة توظيف الأموال لتصل إلى (0.1048) مقارنة بنسبتها في عام (2004) والبالغة (0.0872) وجاء هذا الارتفاع نتيجة ارتفاع إجمالي الايرادات في ذلك العام بنسبة كبيرة جدا،إذ بلغت (9416.999) مليون ريال مقارنة بإجمالي الايرادات في عام (2004) والبالغة (6352.294) مليون ريال، في مقابل زيادة إجمالي الاستثمارات من (72833.057) مليون ريال في عام 2004 لتصل في عام 2005 إلى نحو (89838.071)مليون ريال. واستمر هذا الارتفاع في المؤشر ليصل في عام (2006) نحو (0.1123). بينما تراجع قليلا في عام 2007 ليصل إلى (0.0946). وبالإمكان عرض التطور الذي لحق بمؤشر توظيف الأموال للنشاط المصرفي الإسلامي السعودي للمدة (1990 – 2007) على النحو الآتي:

شكل (36)

تطور مؤشر توظيف الأموال للنشاط المصرفي الإسلامي السعودي



المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى الجدول (26).

الفصل السادس

6

تحليل أداء سوقي الأوراق المالية في الأردن والسعودية للمدة (1990- 2007)

- نشأة سوق الأوراق المالية في الأردن
- تطور أداء سوق عمان المالي للمدة (**1990-2007**)
- نشأة سوق الأوراق المالية في السعودية
- تطور أداء سوق الأسهم السعودي للمدة (**1990-2007**)

تحليل أداء سوقي الأوراق المالية في الأردن والسعودية للمدة (1990- 2007)

أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية في الأردن

يسمى سوق الأوراق المالية الأردني بـ (سوق عمان المالي)، وقد تأسس في عام (1976) بوصفه مؤسسة عامة لها شخصية اعتبارية ذات استقلال مالي واداري وذلك استنادا إلى القانون رقم (31) لسنة (1976). وفي (آذار من عام 1977) صدر قرار من مجلس الوزراء الأردني بتشكيل هيأة إدارة السوق المالي المتكونة من خمسة أعضاء هم: ممثل عن البنك المركزي الأردني وممثل عن وزارتي الصناعة والتجارة وممثلان اثنان من القطاع الخاص الأردني، إلى جانب مندوب من الإدارة المالية[1]. وعلى اثر ذلك تم تكوين لجنة الإصدارات الأولية التي باشرت نشاطها في مطلع عام (1978) وبدأت عمليات التداول في سوق عمان المالي.

ويعد إنشاء سوق عمان المالي من الخطوات البارزة في مسار تطوير القطاع المالي في الأردن، وذلك بهدف استغلال أفضل للموارد المالية المتاحة من خلال تطوير سوق ملائمة لتداول الأوراق المالية. ويهدف سوق عمان المالي إلى تحقيق عدد من الأهداف أهمها[2]:

(1) طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، مصدر سبق ذكره، ص 185.

(2) – د. علي عباس، ادارة الاعمال الدولية، الطبعة الاولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان– الاردن، 2007، ص313.

– قانون سوق عمان المالي رقم (1) لعام (1990) المعدل بموجب القانون رقم (31) لعام (1993)، ص 2.

1. توجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي.

2. توفير المعلومات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق.

3. تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية.

4. تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها بطريقة تكفل سلامة هذا التعامل وسرعته وسهولته بما يضمن مصلحة البلاد المالية.

رفع مستوى الدخل لشرائح المجتمع المختلفة.

5. ويقوم سوق عمان المالي من خلال التشريعات والقوانين التي تحكم أعماله بدور مزدوج يجمع بين سوق تداول الأوراق المالية والهيأة المنظمة للتداول بتلك الأوراق المالية. إذ يقوم بإعمال الإشراف والمراقبة والتدقيق على سير عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها، فضلا عن تنظيم عملية إصدار الأوراق المالية ومراقبتها.

وقد استطاع سوق عمان المالي أن ينمو بخطوات واسعة وذلك لمواجهة الطلب المتزايد على الأوراق المالية في الأردن، وفي ضوء تلك التطورات من حيث كمية الإصدارات الجديدة وعدد الشركات التي أدرجت في السوق وحجم الصفقات المنجزة، تم في نهاية عام (1993) الموافقة على إدراج سوق عمان المالي في مركز قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، بوصفه سوقاً مالياً عربياً يتمتع بمعايير الكفاءة والشفافية والثقل المالي.

وفي عام (1996) اصدر قانون جديد للأوراق المالية يتضمن إنشاء عدد

مـــن المؤســـسات يتـــضمنها الـــسوق المـــالي الأردني وهـــي: هيـــأة البورصـــة (SEC) (Stock Exchange Commission)، ومركـــز إيـــداع الأوراق الماليـــة (SDC) (Securities Depository Center)، وهيـــأة الأوراق الماليـــة الأردنيـــة (JSC) (Jordan Securities Commission) و إنشاء بورصة عـمان (ASE) (Amman Stock Exchange)[1].

وفي عام 1997 تم إنهاء أعمال لجنة الإصـدارات الأوليـة وإناطـة مهمتهـا إلى هيـأة البورصة (SEC). وشـهد عـام (1999) انـضمام بورصـة عـمان إلى اتحـاد البورصـات العربية، ثم إلى عضوية الاتحاد الدولي للبورصات ومقره في بـاريس، ثـم انـضمامها إلى عضوية اتحاد البورصات الأوربية والأسيوية ومقره اسطنبول[2].

وفي منتصف عام (2000) بدا العمل بنظام التداول الاليكـتروني في بورصـة عـمان بهدف رفع كفاءة إتمام الصفقات وسرعتها وتوسيع عمليات التداول وتحقيق الشفافية، فضلا عن السماح للمستثمرين الأجانب بنـسبة تملـك في المـشروعات العامـة بحـصة (100٪) باستثناء قطاعات البناء والمقاولات ومبيعات التجزئة التـي بقـت عـلى نـسبة الملكية الأجنبية السابقة التي لا تتجاوز (49٪)[3].

(1) للمزيد انظر:

- بورصة عمان، "نحو الاستثمار في مستقبل افضل"، نشرة تعريفية صـادرة عـن سـوق الأوراق الماليـة الأردنيـة، 2004، ص1.

- موقع بورصة عمان الاليكتروني: (http://www.ase.com.jo).

(2) موقع بورصة عمان الاليكتروني: (http://www.ase.com.jo).

(3) المصدر نفسه.

وفي بداية عام (2002) أقرت الحكومة الأردنية قانونا جديدا يتضمن مجموعة من التعديلات التي تهدف إلى تطوير أداء بورصة عمان، وأهمها السماح بإنشاء بورصات أخرى في الأردن من اجل توسيع دائرة المنافسة المالية مع بورصة عمان وإلزام بورصة عمان بتحسين مستوى أدائها المالي. أما فيما يتعلق بمؤشر السوق، فمنذ مطلع عام (1992) بدا سوق عمان المالي باحتساب رقم قياسي مرجح بالقيمة السوقية، وتم تحديد (21) كانون الأول عام (1991) مدة أساسية بقيمة (100) نقطة.

ويقوم هذا المؤشر على أساس اختيار عينة مكونة من (50) شركة ممثلة للسوق، وتمت زيادتها إلى (60) شركة في عام (1994) ثم إلى (70) شركة عام (2001) ولأجل اختيار هذه العينة فقد تم اعتماد خمسة معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها، وهذه المعايير هي[1]:

1. القيمة السوقية للشركة.
2. عدد أيام التداول.
3. معدل دوران السهم.
4. حجم التداول.
5. عدد الأسهم المتداولة.

كذلك يتم اخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة.

(1) عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للاسواق المالية، مصدر سبق ذكره، ص 302.

ثانياً: تطور أداء سوق عمان المالي للمدة (1990 – 2007)

حقق سوق عمان المالي تطوراً ملحوظاً منذ أن باشر أعماله في عام (1978) وحتى الوقت الحاضر، ولغرض الوقوف عند تطور أداء سوق عمان المالي لابد من إلقاء الضوء على التطور الذي لحق في المؤشرات الرئيسة للسوق والمتمثلة بالقيمة السوقية (رسملة السوق) وحجم التداول والمؤشر العام لأسعار الأسهم وعدد الشركات المدرجة ومعدل دوران السهم.

جدول (27)

مؤشرات سوق عمان الدولي للمدة من (1990-2007)

السنوات	القيمة السوقية (مليون دينار أردني) Market Capitalization	حجم التداول (مليون دينار أردني) Value Traded	عدد الشركات (شركة) Number Of Companies	معدل دوران السهم (٪) Turnover Ratio	المؤشر العام لأسعار الأسهم (100 = 1994) Local Index
1990	1360.292	276.638	105	20.0	55.98
1991	1707.697	293.630	101	17.2	69.64
1992	2287.339	895.165	103	39.14	90.46
1993	3388.974	954.123	101	28.15	110.31
1994	3232.998	437.449	95	13.53	100
1995	3349.437	366.553	97	10.94	111.52
1996	3230.502	248.930	97	7.71	109.28
1997	3868.410	355.798	139	9.20	116.73
1998	4156.626	464.126	150	11.17	119.5
1999	4136.831	389.482	152	9.42	116.84
2000	3504.700	287.790	163	8.21	94.35
2001	4476.739	662.206	161	14.80	117.93
2002	5024.704	946.281	158	18.83	111.95
2003	7772.753	1848.462	161	23.78	181.03
2004	13033.831	3776.964	192	28.98	272.88
2005	26685.916	16878.681	201	63.24	554.5
2006	21078.570	15325.921	227	72.71	366.7
2007	22347.269	18645.991	238	83.43	401.32

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للأعوام (1990 – 2008).

ومن الجدول (27) تم اختيار سنوات معينة لبيان التطور الـذي لحـق بمـؤشرات سوق عمان المالي للمدة من (1990 – 2007) وعلى النحو الآتي:

1- **القيمة السوقية**

أو ما يسمى برسلمة الـسوق ويعـد هـذا المـؤشر المـرآة العاكـسة لمـستوى نـشاط السوق،إذ كلما ارتفع هذا المؤشر دل ذلك على زيادة حجـم الـسوق. وقـد شـهد هـذا المؤشر ارتفاعا مستمرا طوال المدد المختارة ضمن مدة الدراسة وكما في الجدول الآتي:

جدول (28)

معدلات نمو مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي للمدة من (1990-2007)

المؤشر / السنوات	1990	1994	1998	2002	2007	معدل النمو الإجمالي (٪)
القيمة السوقية (مليون دينار أردني)	1360.292	3232.998	4156.626	5024.704	22347.269	17.9

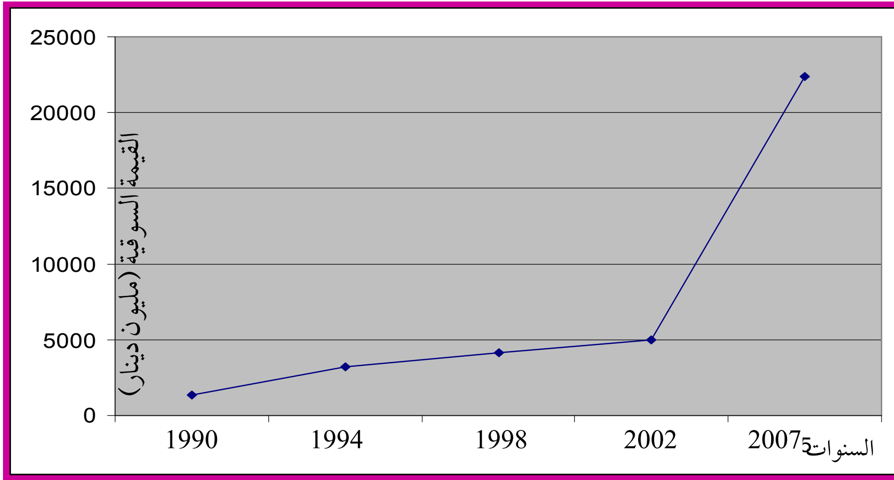
المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (27).

يتضح من الجدول السابق تطور مؤشر رسملة سوق عـمان المـالي، إذ بلـغ في عـام (2007) نحـو (22347.269) مليـون دينـار مقارنـة بقيمتـه في عـام (1990) والبالغـة (1360.292) مليون دينار وبمعـدل نمـو إجمالي بلـغ (17.9٪)، ويرجـع سـبب هـذا الارتفاع إلى التطور الكبير في القطاع المالي والمصرفي الأردني وعمليـات التحـرر المـالي خلال مدة الدراسة، فضلا عن الأحداث التي شهدتها المنطقة من حرب الخلـيج ومـا آلت إليه من نتائج جعلت الأردن المنفذ الوحيد لدخول البضائع إلى العراق مما أنعـش الوضع الاقتصادي والمالي للأردن في هذه المدة. وبالإمكان عرض التطور الـذي لحـق

بمؤشر القيمة السوقية في الشكل الآتي:

شكل (37)

تطور مؤشر القيمة السوقية في سوق عمان المالي للمدة (1990-2007)



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (**28**).

2- **حجم التداول**

اظهر هذا المؤشر هو الآخر ارتفاعاً ملحوظاً طوال مدة الدراسة، إذ بلغ في عام (2007) نحو (18645.991) مليون دينار مقارنة بحجم التداول في بداية مدة الدراسة والبالغة (276.638) مليون دينار وبمعدل نمو إجمالي بلغ (28.11٪).

الجدول (29)

معدلا نمو مؤشر حجم التداول لسوق عمان المالي للمدة (1990-2007)

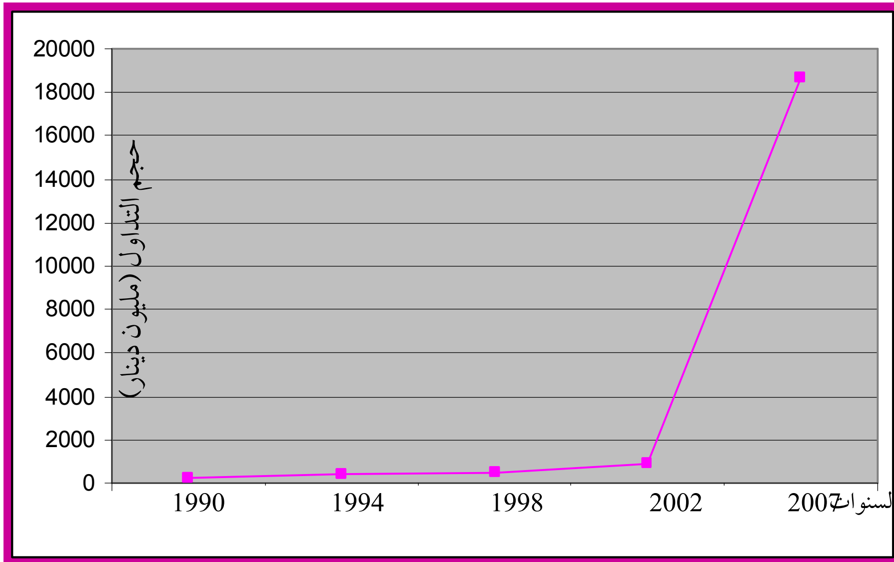
السنوات / المؤشر	1990	1994	1998	2002	2007	معدل النمو الإجمالي (٪)
حجم التداول (مليون دينار)	**276.638**	**437.449**	**464.126**	**946.281**	**18645.991**	**28.11**

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (**27**).

وبالإمكان عرض التطور الذي لحق بمؤشر حجم التداول في سوق عمان المالي وعلى النحو الآتي:

شكل (38)

تطور مؤشر حجم التداول في سوق عمان المالي للمدة (1990-2007)



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد على الجدول (29).

3- عدد الشركات

شهد مؤشر عدد الشركات في سوق عمان المالي تذبذباً في تغيره، ولكن إجمالاً يلاحظ الارتفاع الكبير لهذا المؤشر خلال مدة الدراسة، إذ بلغ عدد الشركات في عام (2007) نحو (238) شركة مقارنة بعدد الشركات في السوق لعام (1990) والبالغة (105) شركة وبمعدل نمو بلغ (4.93٪) ومثلما في الجدول الآتي:

الجدول (30)

معدلات نمو مؤشر عدد الشركات في سوق عمان المالي للمدة (1990-2007)

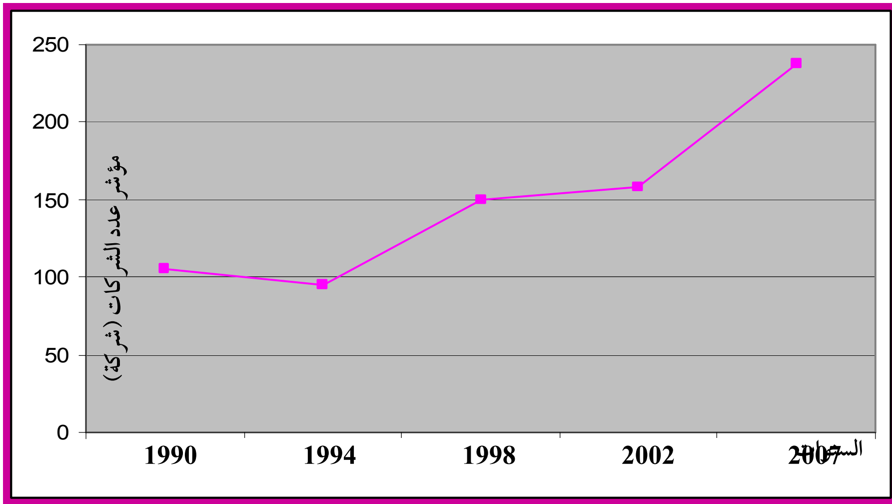
السنوات / المؤشر	1990	1994	1998	2002	2007	معدل النمو الإجمالي (٪)
عدد الشركات (شركة)	105	95	150	158	238	4.93

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (27).

وبالإمكان عرض التطور الذي لحق بمؤشر عدد الشركات في سوق عمان المالي على النحو الآتي:

شكل (39)

تطور مؤشر عدد الشركات في سوق عمان المالي للمدة (1990-2007)



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (30).

4- **معدل دوران السهم**

شهد معدل دوران السهم في سوق عمان المالي تذبذبا في تغيره، إذ شهد انخفاضا في

معظم المدد المختارة. ولكن على المستوى الإجمالي شهد ارتفاعا كبيرا، إذ بلغ معدل النمو الإجمالي لهذا المؤشر نحو (8.77٪).

الجدول (31)

معدلات نمو معدل دوران السهم لسوق عمان المالي للمدة (1990-2007)

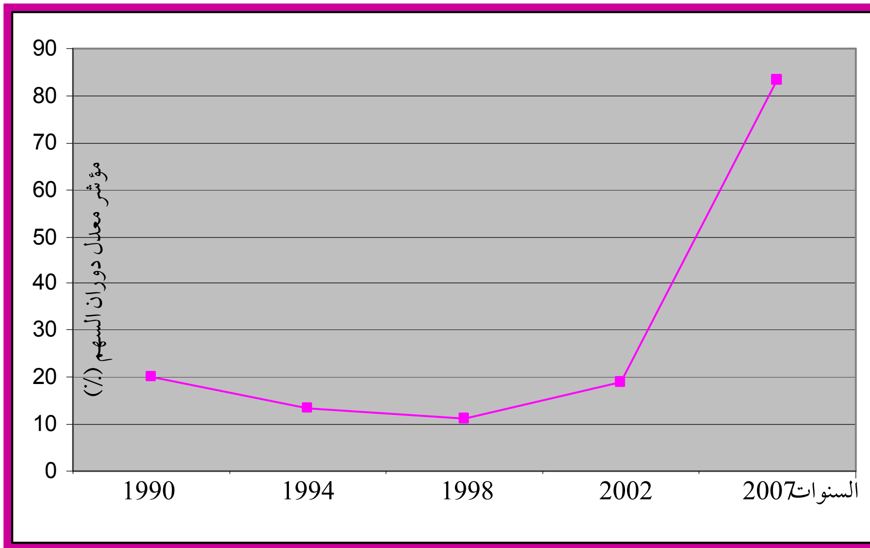
المؤشر / السنوات	1990	1994	1998	2002	2007	معدل النمو الإجمالي (٪)
معدل دوران السهم (٪)	20	13.53	11.17	18.83	83.43	8.77

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (27).

وبالإمكان بيان التطور الذي لحق بمؤشر معدل دوران السهم في سوق عمان المالي على النحو الآتي:

شكل (40)

تطور مؤشر معدل دوران السهم لسوق عمان المالي للمدة(1990-2007)



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (31).

5- المؤشر العام لأسعار الأسهم

اظهر المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي تذبذبا في مدياته على طول مدة الدراسة، ولكن إجمالاً شهد هذا المؤشر ارتفاعاً كبيراً، إذ بلغ في عام (2007) نحو (401.32) نقطة مقارنة بمستواه في عام (1990) والبالغ (55.98) نقطة، وبلغ معدل النمو الإجمالي للمؤشر العام لأسعار الأسهم نحو (12.29٪).

جدول (32)

معدلات نمو المؤشر العام لأسعار الأسهم(*) في سوق عمان المالي للمدة (1990-2007)

السنوات / المؤشر	1990	1994	1998	2002	2007	معدل النمو الإجمالي (٪)
المؤشر العام لأسعار الأسهم	55.98	100	119.5	111.95	401.32	12.29

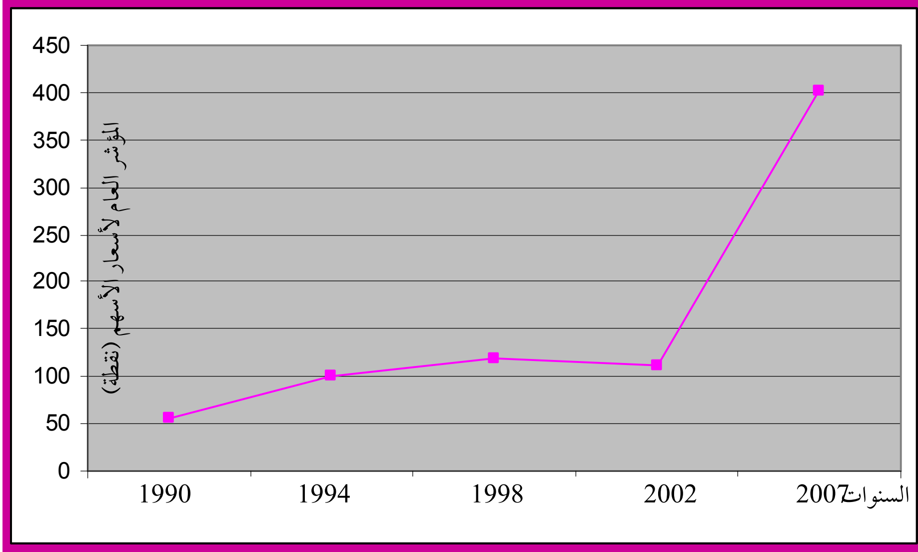
المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (27).

والشكل البياني الآتي يوضح التطور الذي لحق بالمؤشر العام لسوق عمان المالي خلال مدة الدراسة وعلى النحو الآتي:

(*) (عام 1994 = 100)، تم اعتماد عام 1994 كسنة أساس.

شكل (**41**)

تطور المؤشر العام لسوق عمان المالي للمدة (**1990-2007**)



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (**32**).

ثالثاً: نشأة سوق الأوراق المالية في السعودية

يسمى سوق الأوراق المالية السعودي بـ (سوق الأسهم السعودي Saudi Stocks Market)، وقد نشأ هذا السوق نتيجة تزايد عدد الشركات والمؤسسات المساهمة واتساع عدد الأسهم المتاحة للتداول. ونتيجة انتشار الممارسات غير القانونية من لدن المستثمرين في هذا السوق استوجب صدور قانون ينظم ويضمن حقوق المتعاملين في هذا السوق وهذا ما حدث بالفعل، إذ صدر مرسوماً ملكياً بالرقم (1230/ 8) في (11/ 7/ 1403 هـ، 1982م) لتنظيم تداول الأسهم عن طريق المصارف المحلية لتكون الانطلاقة الحقيقية والرسمية لسوق الأسهم السعودي المنظم وذلك في عام (1405 هـ) والموافق (1984م). وقد أكدت أهداف تنظيم سوق الأسهم السعودي أن تكون عملية

تداول الأسهم في خدمة خطط التنمية الاقتصادية ومشاريعها في المملكة بما ينمي الوعي المالي لدى المواطنين باتجاه استثمار أرصدتهم النقدية في القطاعات التي ترفع من وتيرة الإنتاج القومي من جهة وتنوع مصادر الدخل من جهة أخرى[1].

وتدرج في سوق الأسهم السعودية الشركات المساهمة السعودية العامة، أما الشركات المساهمة السعودية الخاصة فلا يحق لها إدراج أسهمها إلا بعد مرور سنتين على ممارسة نشاطها الاقتصادي، كذلك تسمح القوانين السعودية بإصدار عدد من الأوراق المالية أهمها أسهم التأسيس وسندات الشراكة وإذونات الخزانة واسهم صناديق الاستثمار التي تديرها المصارف الوطنية.وفي عام 1990 بدا سوق الأسهم السعودي في العمل بنظام آلي لعرض البيانات والمعلومات عرف بـ (ESIS) وهو عبارة عن شبكة معلوماتية تربط السوق بأربعمائة فرع من فروع المصارف السعودية داخل المملكة وخارجها.

وفي خطوة مهمة من خطوات تطوير سوق الأسهم السعودي وبالتحدد في بداية عام (2002) أدخلت لجنة إدارة السوق نظاماً جديداً للتداول الالكتروني عرف باسم (تداول Tadawul) الذي من خلاله تقوم وحدات التداول التابعة للمصارف السعودية بإلغاء إشعارات عملائها وتحويل جميع أسهم المستثمرين إلى حسابات يمكن من خلالها إجراء عمليات البيع والشراء داخل السوق[2].

وشهد منتصف عام (2002) أهم تطور للسوق السعودي تمثل بفصل الدور

---

(1) مؤسسة النقد العربي، التقرير السنوي لعام (2006)، ص21.

(2) موقع السوق الاليكتروني: (http://www.tadawul.com.sa) .

التشريعي والرقابي للحكومة عن الدور التنفيذي لهيأة إدارة السوق والموكل إلى هيأة البورصة، وتمثل هذه الهيأة شركة مستقلة تعمل على وفق نظام السوق.أما ما يخص المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق السعودي، فان مؤسسة النقد السعودي (SAMA) تقوم بحساب المؤشر العام للأوراق المالية، وهو يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودي ففي عام (2007) كانت هناك (100) شركة مدرجة في قطاعات مختلفة مثل قطاع المصارف وقطاع الصناعة وشركات الاسمنت وشركات في قطاع الخدمات وشركات كهرباء وشركات زراعية.

رابعاً : تطور أداء سوق الأسهم السعودي للمدة (1990 – 2007)

سجلت مؤشرات سوق الأسهم السعودي تطورا ملموساً طوال مدة الدراسة على الرغم من التذبذبات في بعض المؤشرات بالارتفاع تارة والانخفاض تارة اخرى، إلا إن الصورة النهائية والنتيجة الإجمالية أوردت ارتفاعاً كبيراً في جميع مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي، والجدول الآتي يبين مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي للمدة من (1990 – 2007).

جدول (33)

مؤشرات سوق الأسهم السعودي للمدة من (**1990-2007**)

السنوات	القيمة السوقية (مليون ريال سعودي) Market Capitalization	حجم التداول (مليون ريال سعودي) Value Traded	عدد الشركات Number Of Companies (شركة)	معدل دوران السهم (٪) Turnover Ratio	المؤشر العام لأسعار الأسهم Local Index (100=1995)
1990	178340.645	7561.155	56	4.24	127.82
1991	180557.685	8516.130	59	4.72	130.70
1992	205825.200	13680.485	60	6.65	138.10
1993	197634.885	17335.605	65	8.77	131.10
1994	144906.521	24871.013	68	17.14	93.71
1995	153390.000	23227.500	69	15.14	100
1996	171959.063	25375.350	70	14.76	112.77
1997	222668.700	62052.075	70	27.87	136.37
1998	159864.863	51543.488	74	32.24	90.70
1999	228573.525	56575.463	72	24.75	119.48
2000	251872.650	64925.438	75	25.78	128.44
2001	274505.063	83337.900	76	30.36	129.68
2002	280692.675	116154.263	68	41.38	132.96
2003	589899.150	596458.313	70	101.11	201.98
2004	1148458.875	1773715.425	73	154.44	410.53
2005	2422953.000	4138435.388	77	170.80	878.40
2006	1225695.000	5261032.500	86	429.21	403.94
2007	1342745.963	6908821.500	100	514.53	613.66

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للأعوام (**1990 – 2007**).

واستنادا إلى الجدول (33) تم اعتماد سنوات مختارة ضمن مدة الدراسة لبيان التطورات التي لحقت بهذه المؤشرات وعلى النحو الآتي:

1- القيمة السوقية:

شهد مؤشر القيمة السوقية تذبذباً في مستويات ارتفاعه طوال مدة الدراسة، ولكن إجمالاً حقق هذا المؤشر ارتفاعا كبيرا، إذ بلغت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي في عام (2007) نحو (1342745.963) مليون ريال سعودي مقارنة بقيمتها في عام (1990) والبالغة (178340.645) مليون ريال محققة معدل نمو إجمالي بلغ (12.61٪). والجدول الآتي يوضح التطور في مؤشر القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي للمدد المختارة ضمن مدة الدراسة.

جدول (34)

معدلات نمو مؤشر القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي للمدة من (1990-2007)

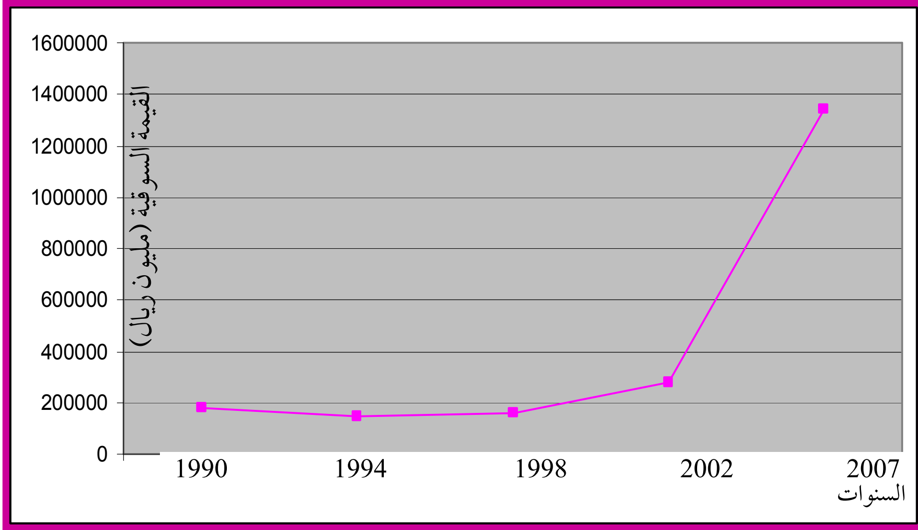
السنوات / المؤشر	1990	1994	1998	2002	2007	معدل النمو الإجمالي (٪)
القيمة السوقية (مليون ريال سعودي)	178340.645	144906.521	159864.863	280692.675	1342745.963	12.61

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (33).

وبالإمكان عرض التطور الذي لحق بمؤشر القيمة السوقية بيانياً وعلى النحو الآتي:

شكل(42)

تطور مؤشر القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودي



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (34).

2- حجم التداول

سجل حجم التداول في سوق الأسهم السعودي ارتفاعاً كبيراً طوال المدد المختارة ضمن مدة الدراسة. إذ بلغ حجم التداول في عام (2007) نحو (6908821.5) مليون ريال سعودي مقارنة بحجم التداول في عام (1990) والبالغ (7561.155) مليون ريال. مسجلة أعلى معدل نمو إجمالي مقارنة بمعدلات نمو مؤشرات السوق السعودي الأخرى، إذ بلغ معدل النمو الإجمالي نحو (49.34٪). والجدول أدناه يبين تطور مؤشر حجم التداول لسوق الأسهم السعودي خلال مدة الدراسة وعلى النحو الآتي :

جدول (35)

معدلات نمو مؤشر حجم التداول لسوق الأسهم السعودية للمدة من (1990-2007)

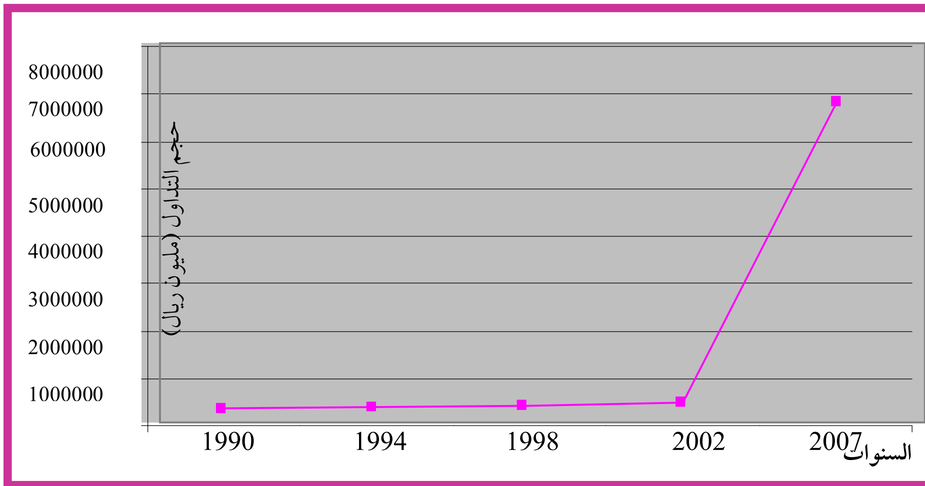
المؤشر / السنوات	1990	1994	1998	2002	2007	معدل النمو الإجمالي (٪)
حجم التداول (مليون ريال)	7561.155	24871.013	51543.488	116154.263	6908821.500	49.34

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (33).

وبالإمكان بيان التطور الذي لحق بمؤشر القيمة السوقية بيانياً وعلى النحو الآتي:

شكل (43)

تطور مؤشر حجم التداول لسوق الأسهم السعودي للمدة (1990-2007)



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (35).

3- عدد الشركات

شهد مؤشر عدد الشركات تأرجحاً واضحاً في مستوياته ولكن على المستوى الإجمالي لمدة الدراسة يلاحظ ارتفاع هذا المؤشر، إذ بلغ عدد الشركات عام (2007) نحو (100) شركة مقارنة بعدد الشركات في عام (1990) والبالغة (56) شركة،

وبمعدل نمو إجمالي بلغ (3.47٪) والجدول الآتي يوضح تطور عدد الشركات لسوق الأسهم السعودي للمدد المختارة ضمن مدة الدراسة:

جدول (36)

معدلات نمو مؤشر عدد الشركات لسوق الأسهم السعودي للمدة من(1990-2007)

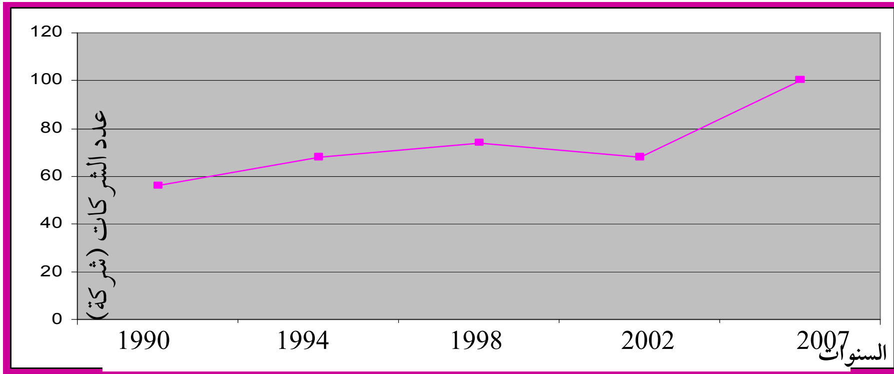
السنوات / المؤشر	1990	1994	1998	2002	2007	معدل النمو الإجمالي (٪)
عدد الشركات (شركة)	**56**	**68**	**74**	**68**	**100**	**3.47**

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (**33**).

وبالإمكان عرض التطور الذي لحق بمؤشر عدد الشركات لسوق الأسهم السعودي للمدد المختارة ومثلما في الشكل الآتي:

شكل (44)

تطور مؤشر عدد الشركات لسوق الأوراق المالية السعودي للمدة (1990-2007)



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (**36**).

4- معدل دوران السهم

شهد معدل دوران السهم في سوق الأسهم السعودي خلال مدة الدراسة (1990 – 2007) ارتفاعاً كبيراً على الرغم من تذبذب هذا المعدل وانخفاضه في بعض الأعوام. ولكن إجمالاً شهد هذا المؤشر ارتفاعاً كبيراً للمدد المختارة ضمن مدة الدراسة إذ بلغ

معدل الدوران في عام (2007) نحو (514.53٪) مقارنة بمعدل دوران السهم في عام (1990) والبالغ (4.24٪) وبمعدل نمو كبير بلغ (32.62٪).

جدول (37)

معدلات نمو مؤشر معدل دوران السهم في سوق الأسهم السعودي للمدة (1990-2007)

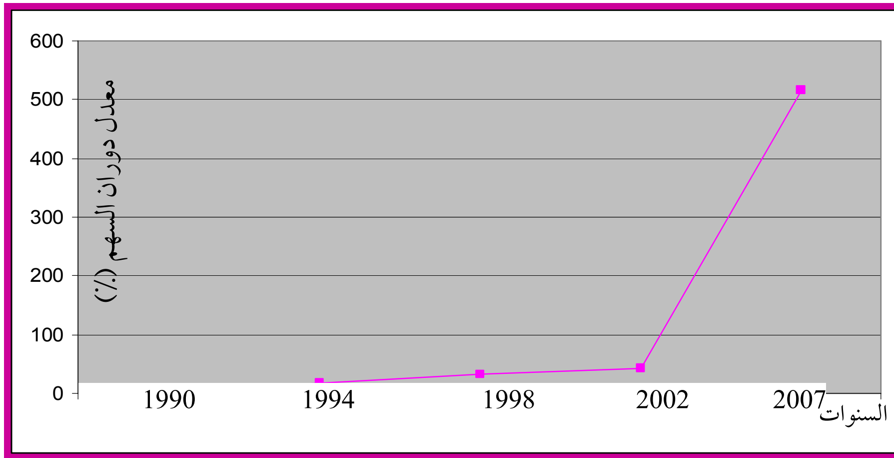
المؤشر / السنوات	1990	1994	1998	2002	2007	معدل النمو الإجمالي (٪)
معدل دوران السهم (٪)	4.24	17.14	32.24	41.38	514.53	32.62

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (33).

ويمكن عرض التطور الذي لحق بمؤشر معدل دوران السهم في سوق الأسهم السعودي في الشكل الآتي:

شكل (45)

تطور معدل دوران السهم في سوق الأسهم السعودي للمدة (1990-2007)



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (37).

5- **المؤشر العام لأسعار الأسهم**

اظهر هذا المؤشر تذبذباً واضحاً في مديات ارتفاعه وانخفاضه طوال مدة الدراسة، وهذا ما بينته بيانات هذا المؤشر للمدد المختارة ضمن مدة الدراسة، ولكن على

المستوى الإجمالي تبين ارتفاع هذا المؤشر، إذ بلغ في عام (2007) نحو (613.66) نقطة مقارنة بعام (1990) والبالغ (127.82) نقطة وبمعدل نمو إجمالي بلغ (9.67٪).والجدول الآتي يبين معدلات النمو في المؤشر خلال مدد مختارة ضمن مدة الدراسة وعلى النحو الآتي :

جدول (38)

معدلات نمو المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودي للمدة (1990-2007)

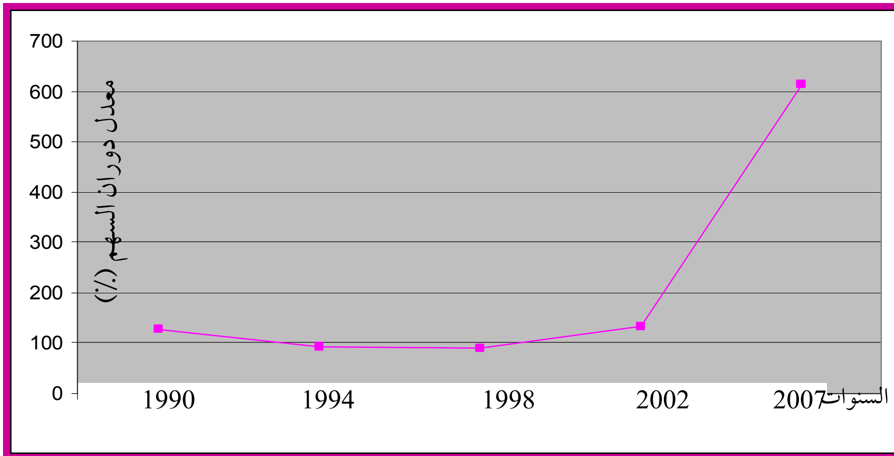
السنوات / المؤشر	1990	1994	1998	2002	2007	معدل النمو الإجمالي (٪)
المؤشر العام لأسعار الأسهم (نقطة)	127.82	93.71	90.70	132.96	613.66	9.67

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (33).

ويمكن عرض هذا التطور بيانياً كما في الشكل الآتي:

شكل (46)

تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية السعودي



المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدول (38).

الفصل السابع

7

قياس وتحليل اثر الاداء المالي للمصارف الاسلامية على مؤشرات سوق الاوراق المالية في الاردن والسعودية

- تركيب النموذج الاقتصادي
- توصيف النموذج القياسي
- صياغة النماذج القياسية وتهيئة البيانات
- طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة
- قياس وتحليل أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية الأردنية في مؤشرات سوق عمان المالي للمدة **(1990-2007)**
- قياس وتحليل أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية السعودية في مؤشرات سوق الأسهم السعودي للمدة **(1990-2007)**

قياس وتحليل اثر الاداء المالي للمصارف الاسلامية على مؤشرات سوق الاوراق المالية في الاردن والسعودية

أولاً: تركيب النموذج الاقتصادي

تنطلق عملية تحليل الظواهر الاقتصادية من تحديد الهيكل الاقتصادي الذي يؤطر تلك الظواهر ويبين طبيعة وملامح العوامل المؤثرة والعوامل المتأثرة أو المستجيبة والتي يطلق عليها بالمتغيرات المستقلة والمتغيرات المعتمدة على التوالي، وهذا يستند إلى مجموعة البيانات الخاصة بواقع النشاط الأقتصادي قيد الدراسة ومن ثم يمكن بناء النموذج الأقتصادي القياسي في ضوء تلك المعطيات.

ويتركب النموذج من معادلة واحدة أو مجموعة من المعادلات وكل معادلة من معادلات النموذج تفسر متغيراً واحداً بدلالة المتغيرات الأخرى وما يتصل بها من مؤشرات (معاملات Coefficients) و(ثوابت Constant)[1]. إذ ترتبط المتغيرات الاقتصادية بمجموعة من العلاقات المباشرة وغير المباشرة وتمثل هذه العلاقات الصيغة الأولية التي تقوم عليها عملية بناء أي نموذج قياسي لهذه المتغيرات، لذا فإن عملية توصيف النموذج القياسي تبدأ من وضع الصيغة الرياضية التي بموجبها يتحدد شكل العلاقة الدالية واتجاهها بين المتغير أو المتغيرات المستقلة أو ما تعرف بالمتغيرات التوضيحية (Explained Variables) والمتغير أو المتغيرات التابعة أو المعتمدة (Dependent variables).

(1) د.وليد اسماعيل السيفو و د. احمد محمد مشعل، الاقتصاد القياسي التحليلي بين النظرية والتطبيق، الطبعة الاولى، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2003، ص 42.

وتقوم الدراسة على أساس قياس اثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوقي الأوراق المالية في دول العينة المتمثلة بالأردن والسعودية، إذ تمثل مؤشرات الأداء المالي (مؤشر السيولة، الربحية، ملاءة رأس المال ومؤشر توظيف الأموال) المتغيرات المستقلة. في حين تمثل مؤشرات سوق الأوراق المالية (مؤشر القيمة السوقية،حجم التداول، عدد الشركات، معدل دوران السهم والمؤشر العام لأسعار الأسهم) المتغيرات التابعة أو المعتمدة.

ثانياً: توصيف النموذج القياسي

تعد عملية توصيف النموذج وتحديده خطوة مهمة لبناء أي نموذج قياسي سواء أكان هذا النموذج معادلة منفردة أم مجموعة من المعادلات، ويعتمد ذلك على طبيعة الظاهرة الاقتصادية المراد دراستها[1]. وفيما يتعلق بالدراسة تم اعتماد المتغيرات على وفق منطق النظرية الأقتصادية وجاءت على النحو الآتي :

أ- المتغيرات المستقلة

تم اختيار المتغيرات المستقلة الآتية لتمثل مؤشرات الأداء المالي للمصارف الإسلامية في كلا البلدين وهي:

1. مؤشر السيولة (X_1): تم احتساب مؤشر سيولة النشاط المصرفي الإسلامي في كل عينة من خلال قسمة نسبة النقدية إلى إجمالي الموجودات.
2. مؤشر الربحية (X_2): تم احتساب مؤشر الربحية لمجمل النشاط المصرفي الإسلامي في كل دولة من دول العينة من خلال قسمة معدل العائد على حقوق الملكية.

(1) Damodar N. Gujarati, Basic Econometrics, 3rd ed, McGraw Hill, Inc, Singapore, 1995, pp. 4 – 6.

3. مؤشر ملاءة رأس المال (X_3): تم احتساب مؤشر ملاءة رأس المال للنشاط المصرفي الإسلامي في بلدي العينة من خلال قسمة حقوق الملكية على إجمالي الموجودات.

4. مؤشر توظيف الأموال (X_4): تمثل هذا المؤشر من خلال قسمة إجمالي الإيرادات على إجمالي الاستثمارات.

ب- المتغيرات التابعة (المعتمدة)

تمثلت هذه المتغيرات بمؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في بلدي العينة (الأردن والسعودية) وتم استبعاد مؤشر عدد الشركات، وذلك لأنه متغير لا يرتبط بعلاقة واضحة ومباشرة مع مؤشرات الأداء المالي للمصارف الإسلامية – ويمكن عرض هذه المتغيرات على النحو الآتي:

1. مؤشر القيمة السوقية (Y_1): يمثل هذا المؤشر إجمالي القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوقي الأوراق المالية الأردني والسعودي، ويعد هذا المؤشر انعكاساً لحجم السوق في كل بلد من بلدي العينة.

2. مؤشر حجم التداول (Y_2): يشير هذا المؤشر إلى قيمة إجمالي الأسهم التي تم تداولها في سوق الأوراق المالي لكل بلد من بلدان العينة ، ويعكس هذا المؤشر سيولة السوق المالي في بلدي العينة.

3. مؤشر معدل دوران السهم (Y_3): يشير هذا المؤشر إلى النسبة المؤية لتداول أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالي، ويمكن حساب هذا المؤشر عن طريق قسمة إجمالي حجم التداول على إجمالي القيمة السوقية، ويعكس هذا المؤشر مع مؤشر حجم التداول سيولة السوق المالي.

4. المؤشر العام لأسعار الأسهم (Y_4): تم اعتماد مؤشر سوق عمان المالي في الأردن، في حين تم استخدام المؤشر العام للأوراق المالية في السعودية، إذ يعكس هذا المؤشر الأداء الكلي للسوق المالي الذي يتمثل بمعدل أسعار مجموعة من الأسهم المصدرة للشركات المدرجة في السوق المالي.

ثالثاً: صياغة النماذج القياسية وتهيئة البيانات

اعتماداً على توصيف النماذج القياسية وتحديد المتغيرات المستقلة المتمثلة بمؤشرات الأداء المالي للنشاط المصرفي الإسلامي والمتغيرات المعتمدة المتمثلة بمؤشرات سوق الأوراق المالية في بلدي العينة (الأردن والسعودية) للمدة (1990 – 2007) تم صياغة عدد من النماذج القياسية وعلى النحو الأتي:

أ- النموذج الخاص بمؤشر القيمة السوقية.

يشير هذا النموذج إلى إن مؤشر القيمة السوقية دالة في مؤشرات الأداء المالي للنشاط المصرفي الإسلامي وعلى النحو الآتي:

$$Y_1= f(X_1, X_2, X_3, X_4)$$

إذ أن:

Y_1 = مؤشر القيمة السوقية.

X_1= مؤشر السيولة

X_2 = مؤشر الربحية

X_3 = مؤشر ملاءة رأس المال

X_4= مؤشر توظيف الأموال

اعتمد الباحث في استخلاص البيانات المستخدمة في متن الكتاب على:

$$Y_1= B_0+ B_1X_1+ B_2X_2+ B_3X_3+ B_4X_4+ u_i$$

إذ أن:

u_i = المتغير العشوائي.

$(B_0, B_1, B_2, B_3, B_4)$ = معلمات النموذج.

ب- النموذج الخاص بمؤشر حجم التداول (Y_2)

يشير هذا النموذج إلى إن حجم التداول دالة في مؤشرات الأداء المالي للنشاط المصرفي الإسلامي وعلى النحو الآتي:

$$Y_2 = f(X_1, X_2, X_3, X_4)$$

إذ إن:

Y_2= حجم التداول

والصيغة الخطية لهذه الدالة يعبر عنها بالاتي:

$$Y_2 = B_0+ B_1X_1+B_2X_2+B_3X_3+ B_4X_4+u_i$$

ج- النموذج الخاص بمؤشر معدل دوران السهم (Y_3)

يشير هذا النموذج إلى إن معدل دوران السهم هو دالة في مؤشرات الأداء المالي للمصارف الإسلامية وعلى النحو الآتي:

$$Y_3= f(X_1, X_2, X_3, X_4)$$

إذ إن:

Y_3= معدل دوران السهم

والصيغة الخطية لهذه الدالة يمكن التعبير عنها بالاتي:

$$Y_3= B_0+ B_1X_1+ B_2X_2+ B_3X_3+ B_4X_4+ u_i$$

د- النموذج الخاص بالمؤشر العام لأسعار الأسهم (Y_4)

و يشير هذا النموذج إلى إن المؤشر العام لأسعار الأسهم دالـة في مـؤشرات سـوق الأوراق المالية وعلى النحو الأتي:

$$Y_4= f(X_1, X_2, X_3, x_4)$$

إذ إن :

Y_4= المؤشر العام لأسعار الأسهم

والصيغة الخطية لهذه الدالة يمكن التعبير عنها بالاتي:

$$Y_4= B_0+ B_1X_1+ B_2X_2+ B_3X_3+ B_4X_4+ u_i$$

هـ- تهيئة البيانات وإعدادها

اعتمد الباحث في استخلاص بيانات الدراسة عـلى التقـارير الـسنوية للمـصارف الإسلامية المختارة في بلدي العينة (الأردن والسعودية) وذلك لحساب مؤشرات الأداء المالي الخاص بها وقد تطلب ذلك جهداً مضنياً، إذ أن الحصول على تقارير سـنوية لمـدة متواصلة بلغت (18) عاماً، تطلب جمع تقارير سنوية بلغت (72) تقريراً تـم الحـصول عليهـا مـن المـصارف الإسـلامية عينـة الدراسـة (المـصارف الإسـلامية الأردنيـة والسعودية)، وقد تم استخلاص البيانات وتبويبها لحساب مؤشرات الأداء المالي لكل مصرف على حدة ولمجمل النشاط المصرفي الإسلامي في كل بلد.

أما ما يخص بيانات الأسواق المالية للدول عينة الدراسة، فقد اعتمد الباحـث عـلى تقارير صندوق النقد العربي وبالتحديد قاعدة بيانات الأسواق المالية العربيـة، فـضلاً عن مواقع الانترنت الخاصة بسوقي الأردن والـسعودية الماليـة. وبلـغ عـدد التقـارير المعتمدة نحو (18) تقريراً.

رابعاً: طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة

نظراً لعـدم وجـود توصـيف مـسبق لطبيعـة العلاقـة بـين مـؤشرات الأداء المـالي للمصارف الإسلامية (المتغيرات المستقلة) ومؤشرات سوق الأوراق المالية (المتغيرات التابعة) من جانـب النظريـة الاقتـصادية، ولعـدم تنـاول هـذه المتغـيرات في بحـوث ودراسات سابقة نرى من الضروري توصيف مثل هذه العلاقة والتوقع المسبق بإشارة كل متغير من المتغيرات المستقلة في علاقته مع المتغير التابع، لاعتقادنـا بـان مـؤشرات الأداء المالي للمصارف الإسلامية تؤثر في جميع مؤشرات سـوق الأوراق الماليـة وهـذا التأثير يكون متبايناً تبعاً لطبيعة المتغير من جهة،وحجم مؤشرات السوق في كل بلد من جهةٍ أخرى، وعلى النحو الآتي:

1- علاقة السيولة المصرفية بمؤشرات سوق الأوراق المالية:

تعد السيولة (كما مر سابقاً) احد المؤشرات المهمة في الجهاز المصرفي بصورة عامة،إذ يتعلق الأمر في هذا المؤشر بـسمعة ومـصداقية وثقـة الجمهـور أو المتعـاملين بـالجهـاز المصرفي، ومن ثم فإن المصارف تتحمل عبء تكاليف الأموال المعطلة في نظير المحافظة على سمعتها المالية. إذن فالسيولة هي حجب الأموال عن التوظيف والاستثمار سـواء كان ذلك بصورة نسبة احتياطي قـانوني لـدى المـصرف المركـزي أو في صـورة نـسبة احتياطي لدى المصارف نفسها، ومن ثم فهنـاك علاقـة عكـسية بـين مـؤشر الـسيولة المصرفية ومؤشرات سوق الأوراق المالية المتمثلة بـ (لقيمة السوقية، حجـم التـداول، معدل دوران السهم والمؤشر العام لأسعار الأسهم).

2- علاقة الربحية المصرفية بمؤشرات سوق الأوراق المالية

يعد مؤشر الربحية من المؤشرات المهمة التي تُمكّن من قياس قـدرة المـصارف عـلى

تحقيق عائد نهائي صاف من الأموال المستثمرة، ومن ثم فإن مؤشر الربحية يرتبط بعلاقة طردية مع جميع مؤشرات سوق الأوراق المالية.

3- علاقة ملاءة رأس المال المصرفي بمؤشرات سوق الأوراق المالية

يتكون رأس مال كل مصرف من رأس المال المدفوع والاحتياطيات والمخصصات والأرباح المحتجزة وعلاوة الإصدار، ويتصف رأس مال أي مصرف بالصغر النسبي مقارنة بالودائع في هذا المصرف مما يؤدي إلى ضعف هامش الأمان لدى المودعين، لذا فإن الحفاظ على ملاءة رأس المال في أي مصرف يعد امراً مهماً وضرورياً لدعم ثقة المودعين، وبما إن رأس مال أي مصرف مطروح كأسهم في أسواق المال، وبالتالي فان مؤشر ملاءة رأس المال يرتبط بعلاقة طردية موجبة مع جميع مؤشرات سوق الأوراق المالية (القيمة السوقية،حجم التداول، معدل دوران السهم و المؤشر العام لأسعار الأسهم)، فضلاً عن الأثر الكبير الذي يتركه عامل الثقة لدى المودعين في هذه المصارف نتيجة الملاءة التي تتمتع بها، مما يؤدي إلى زيادة الودائع المصرفية والاستثمار فيها.

4- علاقة مؤشر توظيف الأموال بمؤشرات سوق الأوراق المالية

تعد عملية توظيف الأموال المحور الأساسي في أي مؤسسة مالية أو مصرفية، إذ إن عملية إيجاد القنوات الاستثمارية وتطويرها تحتل أهمية كبيرة من اجل تحقيق الأهداف المرسومة وفي مقدمتها تحقيق الأرباح. وعليه يرتبط مؤشر توظيف الأموال في المصارف بعلاقة طردية مع جميع مؤشرات سوق الأوراق المالية، أي كلما ارتفع هذا المؤشر يؤثر ايجاباً في جميع مؤشرات سوق الأوراق المالية.

خامساً: قياس وتحليل اثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية الأردنية في مؤشرات سوق عمان المالي للمدة (1990 – 2007)

تم قياس اثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق عمان المالي بوصفه الأنموذج الأول في الدراسة وللمدة (1990 – 2007)، بالأعتماد على البيانات الواردة في الجدولين (13، 27) وقد استُعمِل برنامج (SPSS)[1] في تقدير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات المعتمدة التي تم توصيفها مسبقاً. وقد تبين من خلال التقدير عدم معنوية بعض المتغيرات المستقلة، وذلك لوجود قيم شاذة في هذه المتغيرات[*]،إذ تمثلت هذه القيم بالقيمة الأولى، وبعد استبعاد هذه القيم تم إعادة تقدير النماذج القياسية وكانت النتائج على النحو الآتي.

1- قياس وتحليل اثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية الأردنية في مؤشر القيمة السوقية للمدة (1990 – 2007)

بعد تقدير النموذج الخاص بأثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشر القيمة السوقية (Y_1) ظهرت النتائج الآتية:

$$Y_1 = -27302 - 12141\,X_1 + 35459\,X_2 + 42158\,X_3 + 780689\,X_4$$

t: (-0.79) (1.79) (0.63) (6.49)

$R^2 = 81.7\%$ $F = 13.41$

$R^{-2} = 75.6\ \%$ $D.w = 1.77$

(1) للمزيد من تفاصيل البرنامج والية عمله انظر:

– جمال محمد شاكر، التحليل الاحصائي للبيانات بأستخدام (SPSS)، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الاسكندرية – مصر، 2005، ص 303.

(*) انظر الملحق (3).

تبين نتائج التقدير أعلاه ثبوت معنوية الدالة ككل عند مستوى معنوية (1٪) وذلك بحسب اختيار (F) والبالغة (13.41) مقارنة بقيمتها الجدولية والبالغة (5.41) بدرجات حرية ($F, 0.01, v_1= 4, v_2=12$) ، إلا إن اختبار (t) يشير إلى تباين تأثير المتغيرات المستقلة المستخدمة في المتغير المعتمد، إذ كان للمتغيرين (مؤشر الربحية X_2) و (مؤشر توظيف الأموال X_4) التأثير الكبير والمعنوي في المتغير التابع (Y_1) عند مستوى معنوية (5٪) إذ بلغت قيمة (t) المحسوبة للمتغيرين نحو (6.49، 1.79) على الترتيب مقارنة بقيمتها الجدولية والبالغة (1.782) مما يدل على إن هذين المتغيرين هما اقوى متغيرات الأداء المالي للمصارف الإسلامية تأثيراً في القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الأردني.وقد أظهرت قيمة (R^2) البالغة (81.7٪) القوة التفسيرية العالية للنموذج المقدر، إذ استطاعت المتغيرات المستقلة تفسير ما يقارب (82٪) من التغيرات الحاصلة بالمتغير المعتمد (Y_1)، والمتبقي (18٪) يرجع إلى عوامل اخرى لم يتضمنها النموذج. وهذا ما عززته قيمة (R^{-2}) البالغة (75.6٪).

وقد استطاع النموذج المقدر اجتياز اختبار دوربن واتسن (Durbin – Watson Test)، إذ أن قيمة (D.w) المحسوبة بلغت (1.77) مقارنة بقيمتها الجدولية البالغة ($dl= 0.658, du = 1.864$) وبالتالي وقوعها في منطقة القرار غير الحاسم لذا فالنموذج خالٍ من مشكلة الارتبط الذاتي (The Autocorrelation Problem) ودل اختبار كلاين على عدم وجود مشكلة التعدد الخطي (Multi Collinearity) في النموذج المقدر لأن ($R_{y.x} > r_{x1, x2}$)(*)، ومن ثم فالنموذج المقدر يمكن الأعتماد عليه لغرض التحليل

(*) انظر الملحق (5).

والتنبؤات بسبب اجتيازه الاختبارات الاحصائية والقياسية.

وتشير إشارات المعالم المقدرة الخاصة بالمتغيرات المستقلة المؤثرة (X_2, X_4) في المتغير التابع (Y_1) اتفاقها مع منطق النظرية الاقتصادية، إذ إن زيادة مؤشر الربحية(X_2) في المصارف الإسلامية بنسبة (1٪) سيؤدي إلى زيادة القيمة السوقية (Y_1) في سوق عمان المالي بمقدار (35459 دينار). أما إذا ارتفع مؤشر توظيف الأموال(X_4) في هذه المصارف بنسبة (1٪) سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية في سوق عمان المالي بمقدار (780689 دينار)، ومن ثم يمكن القول بان النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

2- قياس وتحليل أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية الأردنية في مؤشر حجم التداول للمدة (1990 – 2007)

اظهر تقدير الدالة الخاصة بأثر مؤشرات الأداء المالي للمصارف الإسلامية الأردنية في مؤشر حجم التداول في سوق عمان المالي للمدة (1990 – 2007) النتائج الآتية:

$$Y_2 = -25296 - 16441 X_1 + 52169 X_2 + 54910 X_3 + 609187 X_4$$

t: (-1.85) (3.18) (1.04) (6.42)

$R^2 = 82.7\ \%$ $F = 14.34$

$R^{-2} = 76.9\ \%$ $D.w = 2.05$

يتضح من نتائج التقدير ثبوت معنوية الدالة ككل عند مستوى معنوية (1٪) وذلك استناداً إلى اختبار (F) المحسوبة والبالغة (14.34) مقارنة بقيمتها الجدولية ($f, 0.01, V_1 = 4, V_2 = 12$) والبالغة (5.41) أما اختبار (t) فيشير إلى تباين تأثير المتغيرات المستقلة (X_1, X_2, X_3, X_4) في المتغير التابع (Y_2)، إذ كان لمؤشر السيولة (X_1) ومؤشر الربحية (X_2) ومؤشر توظيف الأموال (X_4) تأثير كبير في المتغير التابع (Y_2)، إذ بلغت قيمة (t) المحسوبة لهذه المتغيرات نحو (1.85, 3.18, 6.42) على التوالي مقارنة بقيمتها

الجدولية عند مستوى معنوية (5٪) والبالغة (1.782)، مما يدل على قوة هذه المؤشرات في التأثير في مؤشر حجم التداول (Y_2) في سوق عمان المالي.

أما قيمة (R^2) التي تعكس القوة التفسيرية للدالة المقدرة، فقد أظهرت النتائج المقدرة القوة التفسيرية العالية للنموذج، إذ إن المتغيرات المستقلة تفسر ما يقارب (83٪) من التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد (Y_2)، فضلاً عن إن قيمة (R^{-2}) عززت هذه القوة التفسيرية للنموذج، إذ بلغت (76.9٪). وقد أثبتت قيمة دوربن واتسن المقدرة والبالغة (2.05) خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي وذلك بعد مقارنتها بقيمتها الجدولية عند مستوى معنوية (5٪) والبالغة ($dl = 0.658, du = 1.864$). فضلاً عن إن النموذج المقدر خالٍ من مشكلة التعدد الخطي وذلك بحسب اختبار كلاين، لأن ($R_{y,x} > r_{x1,x2}$) ومن ثم فإن النموذج يعد مقبولاً من الناحية القياسية.

أما من الناحية الاقتصادية فتشير إشارات المعالم المقدرة إلى إن جميع إشارات المعالم المقدرة للمتغيرات المؤثرة (X_1, X_2, X_3) في المتغير التابع (Y_2) كانت متفقة مع منطق النظرية الاقتصادية ومن ثم فإن النموذج يعد مقبولاً من الناحية الاقتصادية.

3- قياس وتحليل اثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية الأردنية في مؤشر معدل دوران السهم للمدة (1990 – 2007)

بعد تقدير النموذج الخاص بأثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشر معدل دوران السهم ظهرت النتائج الآتية:

$$Y_3 = -59 - 33\,X_1 + 164\,X_2 - 35\,X_3 + 2005\,X_4$$

t: (-0.57) (2.07) (-0.14) (4.39)

$R^2 = 71\%$ $F = 7.34$

$R^{-2} = 61.3\ \%$ $D.W = 1.73$

تعد الدالة ذات معنوية على المستوى الكلي في ظل مستوى معنوية (1٪)، وذلك ما عكسته قيمة (F) المحسوبة والبالغة (7.34) مقارنة بقيمتها الجدولية والبالغة (5.41) وأسوة ببقية النماذج المقدرة فقد تباين تأثير المتغيرات المستقلة المختارة في المتغير المعتمد (معدل دوران السهم Y_3)، إذ كان لمؤشر الربحية (X_2) ومؤشر توظيف الأموال(X_4) تأثيراً كبيراً في مؤشر معدل دوران السهم (Y_3) وهذا ما بينته قيم (t) المحسوبة التي بلغت (2.07) و (4.39) على التوالي مقارنة بقيمتها الجدولية عند مستوى معنوية (5٪) والبالغة (1.782) ومن ثم فان ذلك يشير إلى قوة تأثير هذين المتغيرين في مؤشر معدل دوران السهم في سوق الأوراق المالية الأردني.

وقد بلغت قيمة (R^2) نحو (71٪) مما يعكس القوة التفسيرية العالية للمتغيرات المستقلة المختارة في تفسير التغيرات الحاصلة بالمتغير المعتمد (مؤشر معدل دوران السهم Y_3)، وهذا ما أكدته قيمة (R^{-2}) والبالغة (61.3٪).

ويعد النموذج خالياً من مشكلة الارتباط الذاتي وذلك استناداً إلى اختبار دوربن واتسن المحتسبة والبالغة (1.73) مقارنة بقيمتها الجدولية ($dl = 0.658, du = 1.864$)، فضلاً عن أن النموذج خالٍ من مشكلة التعدد الخطي وذلك استناداً الى اختبار كلاين.

ويعد النموذج مقبولاً من الناحية الاقتصادية. إذ بينت جميع المعالم المقدرة الخاصة بالمتغيرات المعنوية والمؤثرة في النموذج اتفاقها مع منطق النظرية الاقتصادية.

4- قياس وتحليل اثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية الأردنية في المؤشر العام لأسعار الأسهم للمدة (1990 – 2007)

تم تقدير النموذج الخاص بأثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في المؤشر العام

لسوق عمان المالي وظهرت النتائج الآتية:

$$Y_4 = -377 - 259X_1 + 552 X_2 + 262 X_3 + 13653 X_4$$

t: (-0.92) (1.46) (0.22) (6.27)

$R^2 = 80.1\ \%$ $F = 12.08$

$R^{-2} = 73.5\ \%$ $D.W = 1.55$

أكدت النتائج الخاصة بالنموذج المقدر معنوية الدالة ككل عند مستوى معنوية (1٪)، إذ بلغت قيمة (F) المحسوبة نحو (12.08) مقارنة بقيمتها الجدولية البالغة (5.41). وقد تباين تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع (Y_4)،إذ كان لمؤشر توظيف الأموال الاثر البالغ في المؤشر العام لأسعار الأسهم وذلك ما أظهرته قيمة (t) المحسوبة عند مستوى معنوية (5٪) إذ بلغت (6.27) مقارنة بقيمتها الجدولية والبالغة (1.782).

وبلغت قيمة (R^2) نحو (80.1٪) مما يدل على القوة التفسيرية العالية للمتغيرات المستقلة (X_1, X_2, X_3, X_4) في تفسير التغيرات الحاصلة بالمتغير المعتمد (Y_4) وهذا ما أكدته ايضاً قيمة (R^{-2}) والبالغة (73.5٪).

أما من الناحية القياسية فيعد النموذج خالياً من مشكلة الارتباط الذاتي بحسب اختبار دوربن واتسن، إذ بلغت قيمته (1.55) مقارنة بالقيمة الجدولية البالغة ($dl = 0.658,\ Lu = 1.864$)، فضلاً عن إن النموذج خالٍ من مشكلة التعدد الخطي بحسب اختبار كلاين ومن ثم فإن النموذج اجتاز الاختبارات القياسية ويعد مقبولاً من الناحية القياسية. وتشير معظم إشارات المعالم المقدرة إلى اتفاقها مع منطق النظرية الاقتصادية مما يدلل على إن النموذج المقدر مقبول من الناحية الأقتصادية.

5- **خلاصة التحليل القياسي**

جاءت معظم إشارات المعالم المقدرة متفقة مع منطق النظرية الأقتصادية واجتيازها لجميع الاختبارات الإحصائية والقياسية مما يدلل على إن هناك تأثيراً للمتغيرات المستقلة (مؤشرات الأداء المالي للمصارف الإسلامية الأردنية في المتغيرات التابعة (المعتمدة) (مؤشرات سوق الأوراق المالية في الأردن) إلا أن قوة التأثير قد تباينت بحسب المتغيرات الداخلة في كل نموذج إذ يمكن توضيحها في الجدول الآتي:

جدول (39)

تأثير مؤشرات الأداء المالي للمصارف الإسلامية الأردنية في مؤشرات سوق عمان المالي

المتغيرات المعتمدة / المتغيرات المستقلة	القيمة السوقية (Y_1)	حجم التداول (Y_2)	معدل دوران السهم (Y_3)	المؤشر العام لأسعار الأسهم (Y_4)
مؤشر السيولة(X_1)		✓		
مؤشر الربحية (X_2)	✓	✓	✓	
مؤشر ملاءة رأس المال(X_3)				
مؤشر توظيف الأموال(X_4)	✓	✓	✓	✓

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى نتائج تقدير النماذج القياسية.

يلخص الجدول السابق تأثير مؤشرات الأداء المالي للمصارف الإسلامية الأردنية في مؤشرات سوق عمان المالي، إذ تبين إن مؤشر توظيف الأموال (X_4) استطاع التأثير في جميع مؤشرات سوق عمان المالي، ويليه في التأثير مؤشر الربحية في المصارف الإسلامية (X_2)، ثم مؤشر السيولة الذي استطاع التأثير في مؤشر حجم التداول.أما مؤشر ملاءة رأس المال فلم يؤثر على أي مؤشر من مؤشرات سوق عمان المالي. لذا يمكن القول بان هناك تأثيراً واضحاً لمؤشرات الأداء المالي للنشاط المصرفي الإسلامي في مؤشرات سوق الأوراق المالية الأردني. ومن ثم يمكن للمصارف الإسلامية إن ترفع من وتيرة كفاءتها

وزيادة التأثير في السوق المالي من خلال توسيع أدواتها المالية وتطوير، والبحث عن الجديد من أساليب توظيف الأموال حتى تتمكن من النهوض بواقع السوق المالي الذي يعد الأساس في تطور القطاع المالي في أي اقتصاد.

سادساً: قياس وتحليل أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية السعودية في مؤشرات سوق الأسهم السعودي للمدة (1990 – 2007)

تم قياس اثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأسهم السعودي بوصفه الأنموذج الثاني في الدراسة ومن خلال التقدير تبين عدم معنوية بعض المتغيرات المستقلة في التأثير في المتغيرات التابعة (مؤشرات سوق الأسهم السعودي)(*)، وذلك لوجود قيم شاذة في هذه المتغيرات، وقد تمثلت القيم الشاذة بالمشاهدة الثانية عشرة والسادسة عشرة. وبعد استبعاد هذه القيم (كل بحسب المعادلة التي ظهرت بها القيمة الشاذة) تم إعادة تقدير النماذج القياسية وعلى النحو الآتي:

1- قياس و تحليل أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية السعودية في مؤشر القيمة السوقية للمدة (1990 – 2007)

تم تقدير النموذج الخاص بأثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية بوصفها متغيرات مستقلة في مؤشر القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي بوصفها متغيرات تابعة (معتمدة) وجاءت نتائج التقدير على النحو الآتي :

$$Y_1 = 607066 - 10568973\,X_1 + 8803924\,X_2 + 4105646\,X_3 - 6947560\,X_4$$

t: (-4.32) (4.39) (1.61) (-1.81)

$R^2 = 93.3\%$ $F = 38.52$

$R^{-2} = 90.9\ \%$ $D.W = 1.84$

(*) انظر الملحق (4).

تشير نتائج التقدير إلى ثبوت معنوية الدالة اجمالاً عند مستوى معنوية (1٪). وهـذا ما أشار له اختبار (F)،إذ بلغت (F) المحسوبة (38.52) وهي أعلى بكثير مـن قيمتها الجدولية عند مستوى معنوية ($F = 0.01, V_1 = 4, V_2 = 11$) والبالغة (5.67)، وهذا ما عزه اختبار (t) إذ تبين من خلال قيم (t) المحسوبة للمتغيرات المستقلة تأثيرها عـلى المتغير التابع ولكن بمستويات متباينة، وكان للمتغيرات (مؤشر السيولة X_1)و (مؤشر الربحية X_2) و(مؤشر توظيف الأموال X_4) الأثر الكبير في المتغير التابع (مؤشر القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودي)، إذ بلغت قيمة (t) للمتغـيرات المـستقلة المـؤثرة نحو (1.81، 4.39، 4.32) على التوالي مقارنة بالقيمة الجدوليـة عنـد مـستوى معنويـة (5٪) والبالغة (1.796). وأظهرت قيمة (R^2) البالغة (93.3٪) القوة التفسيرية العالية للنموذج المقـدر، إذ اسـتطاعت المتغـيرات المـستقلة تفـسير (93.3٪) مـن المتغـيرات الحاصلة بـالمتغير التـابع (Y_1)، والمتبقـي (6.7) يعـود إلى عوامـل أخـرى لم يتـضمنها النموذج.وهذا ما أكدته قيمة (R^{-2}) والبالغة (90.9٪)، ومن ثم فأن النموذج المقدر يعد مقبولاً من الناحية الإحصائية.

أما من الناحية القياسية فقد أثبت اختبار دوربن واتسن (D.W) خلو النموذج مـن مشكلة الارتباط الذاتي (The Autocorrelation problem) إذ بلغت قيمة (D.W) نحو (1.84) مقارنة بقيمتها الجدولية البالغة ($dl = 0.595, du = 1.928$)، وبحسب اختبـار كلاين فيعد النموذج خالياً من مشكلة التعدد الخطي، إذ أن ($R_{y,x} > r_{x1,x2}$)(*).

أما من الناحية الأقتصادية فتشير معظم إشارات المعالم المقـدرة إلى إنهـا متفقـة مـع

(*) انظر: الملحق (6)

منطق النظرية الاقتصادية باستثناء مؤشر توظيف الأموال والذي اخذ إشارة سالبة وهذا يرجع إلى إن الكثير من العوائد في المصارف الإسلامية السعودية وبالأخص مؤسسة الراجحي المصرفية للاستثمار توجه للتوظيف خارج نطاق المملكة العربية السعودية(**)، ومن ثم يمكن القول بأن النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

2- قياس وتحليل أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية السعودية في مؤشر حجم التداول للمدة (1990 – 2007)

تم تقدير النموذج الخاص بحجم التداول في سوق الأسهم السعودي وظهرت النتائج الآتية:

$$Y_2 = -2856360 - 31131002\ X_1 + 65337800\ X_2 + 19382806\ X_3 - 42462747\ X_4$$

t: (-2.15) (4.89) (1.29) (-1.53)

$R^2 = 87.1\ \%$ $F = 20.28$

$R^{-2} = 82.8\ \%$ $D.W = 1.62$

عكست نتائج التقدير معنوية الدالة ككل عند مستوى معنوية (1٪)، إذ بلغت قيمة (F) المحسوبة (20.28) وهي أعلى بكثير من قيمتها الجدولية عند مستوى معنوية ($f= 0.01,\ v_1 = 4,\ v_2 = 12$) والبالغة (5.41) إلا إن اختبار (t) اظهر تباين تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع (Y_2)، إذ كان للمتغيرين (مؤشر السيولة X_1) و(مؤشر الربحية X_2) الأثر البالغ الأهمية في التأثير على المتغير التابع (حجم التداول Y_2)، وبلغت (t) المحسوبة لهذين المتغيرين نحو (4.89 ، 2.15) على التوالي مقارنة بقيمتها الجدولية والبالغة (1.782).

(**) انظر في ذلك:

-التقرير السنوي الموحد لشركة الراجحي المصرفية للاستثمار لعام 2000، (ص27).

-التقرير السنوي الموحد لشركة الراجحي المصرفية للاستثمار لعام 2007، (ص60).

كذلك أظهرت قيمة (R^2) القوة التفسيرية العالية للنموذج، إذ استطاعت المتغيرات المستقلة المختارة من تفسير (87.1٪) من التغيرات الحاصلة بالمتغير المعتمد (Y_2) وهذا ما عززته القيمة العالية لمعامل التحديد المصحح (R^{-2}) والبالغة (82.8٪) ومن ثم فإن النموذج تجاوز جميع الاختبارات الإحصائية.

وقد أثبتت نتائج اختبار دوربن واتسن (D.W) خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي، إذ بلغت قيمة (D.W) نحو (1.62) مقارنة بقيمتها الجدولية عند مستوى معنوية (5٪) والبالغة ($dl = 0.658, du = 1.864$) كذلك اجتاز النموذج اختبار كلاين مما يدل على إن النموذج خال من مشكلة التعدد الخطي ومن ثم فإن النموذج يعد مقبولاً من الناحية القياسية.

ويعد النموذج مقبولاً من الناحية الاقتصادية وذلك لان إشارات المعالم المقدرة الخاصة بالمتغيرات المؤثرة (X_1, X_2) جاءت متفقة مع منطق النظرية الاقتصادية.

3- تقدير وتحليل أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية السعودية في مؤشر معدل دوران السهم للمدة (1990 – 2007)

تم تقدير النموذج الخاص بالأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشر معدل دوران السهم في سوق الأسهم السعودي وجاءت النتائج على النحو الآتي:

$$Y_3 = -341 - 3534\,X_1 + 3925\,X_2 + 2565\,X_3 - 2777X_4$$

t: (-2.98) (3.61) (2.09) (-1.23)

$R^2 = 82.8\ \%$ $F = 14.4$

$R^{-2} = 77\%$ $D.W = 1.28$

تشير نتائج تقدير النموذج إلى معنوية الدالة ككل عند مستوى معنوية (1٪)، إذ

بلغت قيمة (F) المحسوبة (14.4) وهي أعلى بكثير من قيمتها الجدولية عند مستوى معنوية ($f = 0.01, v_1 = 4, V_2 = 12$) والبالغة (5.41)،وبين اختبار (t) معنوية معظم المتغيرات المستقلة في ظل تباين تاثيرها في المتغير المعتمد (Y_3)، إذ كان للمتغيرات (مؤشر السيولة X_1) و (مؤشر الربحية X_2) و (مؤشر ملاءة رأس المال X_3) الأثر الكبير في التأثير على المتغير التابع (معدل دوران السهم Y_3)، وبلغت قيمة (t) للمتغيرات آنفة الذكر نحو (2.09، 3.61، 2.98) على التوالي مقارنة بقيمتها الجدولية عند مستوى معنوية (5٪) والبالغة (1.782). وقد أظهرت قيمة (R^2) القوة التفسيرية العالية للنموذج المقدر، إذ استطاعت المتغيرات المستقلة تفسير (82.8٪) من التغيرات الحاصلة بالمتغير المعتمد (معدل دوران السهم Y_3)، وعزز ذلك القيمة العالية (R^{-2}) والبالغة (77٪)، ومن ثم فالنموذج قد اجتاز جميع الاختبارات الإحصائية.

وأثبتت نتائج التقدير الخاصة بإختبار دوربن واتسن (D.W) خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي، إذ بلغت قيمته (D.W = 1.28) مقارنة بقيمتها الجدولية عند مستوى معنوية (5٪) والبالغة ($dl = 0.658, du = 1.864$)، كذلك اجتاز النموذج اختبار كلاين الذي يشير إلى عدم وجود مشكلة التعدد الخطي، ولذا يمكن القول بأن النموذج مقبول من الناحية القياسية.

ويعد النموذج مقبولاً من الناحية الاقتصادية وذلك لان إشارات المعالم المقدرة الخاصة بالمتغيرات المؤثرة (X_1, X_2, X_3) في المتغير المعتمد جاءت متفقة مع منطق النظرية الاقتصادية.

4- قياس وتحليل أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية السعودية في المؤشر العام لأسعار الأسهم للمدة (1990 – 2007)

بعد قياس النموذج الخاص بأثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية السعودية في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودي، تم الحصول على النتائج الآتية:

$$Y_4 = 281 - 3716\ X_1 + 3703\ X_2 + 1621\ X_3 - 4213\ X_4$$

t: (-2.77) (3.37) (1.16) (-1.92)

$R^2 = 84\%$ $f = 14.47$

$R^{-2} = 78\%$ $D.W = 2.08$

تشير نتائج التقدير إلى معنوية الدالة المقدرة عند مستوى معنوية (1٪) وهذا ما بينته قيمة (F) المحسوبة إذ بلغت (14.47) مقارنة بقيمتها الجدولية عند مستوى معنوية ($v_1 = 4, v_2 = 11$،$f = 0.01$) والبالغة (5.67) أما اختبار (t) فقد أشار إلى الأثر الكبير لأغلب المتغيرات المستقلة في المتغير التابع (y_4)، إذ بلغت قيمة (t) المحسوبة للمتغيرات (X_1, X_2, X_4) نحو (1.92، 3.37، 2.77) على التوالي مقارنة بقيمتها الجدولية عند مستوى معنوية (5٪) والبالغة (1.796). وقد أظهرت قيمة (R^2) القوة التفسيرية العالية للنموذج المقدر، إذ فسرت المتغيرات المستقلة المختارة نحو (84٪) من التغيرات الحاصلة بالمتغير المعتمد (المؤشر العام لأسعار الأسهم y_4)، وقد أكدت تلك القوة التفسيرية وعززتها قيمة (R^{-2}) والبالغة (78٪)، ومن ثم فإن النموذج اجتاز جميع الاختبارات الإحصائية.

وأظهرت نتائج التقدير الخاصة باختبار دوربن واتسن (D.W) عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي في النموذج المقدر وذلك بحسب قيمة (D.W) المحسوبة والبالغة (2.08)،

مقارنة بقيمتها الجدولية عند مستوى معنوية (5٪) والبالغة (dl= 0.595, du= 1.928)، فضلاً عن خلو النموذج من مشكلة التعدد الخطي بحسب اختبار كلاين، ومن ثم يمكن القول بأن النموذج مقبول من الناحية القياسية.

5- **خلاصة التحليل القياسي**

استطاعت جميع النماذج المقدرة اجتياز الاختبارات الإحصائية والقياسية، فضلاً عن إن معظم المعالم المقدرة للمتغيرات المستقلة (مؤشرات النموذج) جاءت متفقة مع منطق النظرية الأقتصادية مما يشير إلى إن هناك تأثيراً كبيراً للمتغيرات المستقلة (مؤشرات الأداء المالي للمصارف الإسلامية) في المتغيرات التابعة (مؤشرات سوق الأسهم السعودي) وكانت قوة التأثير متفاوتة من نموذج إلى آخر ومن متغير إلى آخر وبحسب نوع المتغيرات المعتمدة في كل نموذج والجدول الآتي يوضح هذه التأثيرات وعلى النحو الآتي :

جدول (40)

تأثير مؤشرات الأداء المالي للمصارف الإسلامية السعودية في مؤشرات سوق الأسهم السعودي

المتغيرات المعتمدة / المتغيرات المستقلة	القيمة السوقية (Y_1)	حجم التداول (Y_2)	معدل دوران السهم (Y_3)	المؤشر العام لأسعار الأسهم (Y_4)
مؤشر السيولة(X_1)	✓	✓	✓	✓
مؤشر الربحية (X_2)	✓	✓	✓	✓
مؤشر ملاءة رأس المال(X_3)			✓	
مؤشر توظيف الأموال(X_4)	✓			✓

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى نتائج تقدير النماذج القياسية.

يلاحظ من الجدول السابق التأثير الكبير لمجمل النشاط المصرفي الإسلامي

(مؤشرات الأداء المالي) في جميع مؤشرات سوق الأسهم السعودي وهذا دليل على قوة تأثير المصارف الإسلامية في سوق الأوراق المالية السعودي.إذ استطاع مؤشر السيولة ومؤشر الربحية التأثير في جميع مؤشرات سوق الأسهم السعودي (القيمة السوقية، حجم التداول، معدل دوران السهم والمؤشر العام لأسعار الأسهم)،في حين استطاع مؤشر توظيف الأموال في المصارف الإسلامية السعودية التأثير في مؤشر القيمة السوقية والمؤشر العام لأسعار الأسهم. أما مؤشر ملاءة رأس المال فقد استطاع التأثير في مؤشر معدل دوران السهم. ومما سبق يلاحظ التأثير الكبير لمؤشرات الأداء المالي للمصارف الإسلامية السعودية في مؤشرات سوق الأسهم السعودي. وعلى الرغم من هذا التأثير إلا انه من الضروري للمصارف الإسلامية المحافظة على حصتها في السوق المالي السعودي والبحث عن الجديد دائماً في ظل المنافسة الشديدة من لدن قطاع المصارف التقليدية ومحاولة ابتكار أساليب تمويل جديدة من شانها فتح قنوات استثمارية لجمهور المتعاملين والراغبين في استثمار ودائعهم ورؤوس أموالهم في قنوات استثمارية متفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

الملاحق

ملحق (1)

إجمالي الوضع المالي للنشاط المصرفي الإسلامي في الأردن للمدة من (1990–2007) (مليون دينار أردني)

السنوات	صافي الأرباح	رأس المال المدفوع	إجمالي الموجودات	حقوق الملكية	إجمالي الودائع	النقد في الصندوق ولدى المصارف الاخرى	إجمالي الإيرادات	إجمالي الأستثمارات
1990	3.182	47.200	244.831	12.149	190.382	70.871	6.769	148.878
1991	3.208	47.200	256.751	12.966	296.977	135.195	7.443	209.770
1992	2.120	47.200	435.348	14.122	369.555	160.608	8.401	260.919
1993	2.612	55.000	528.257	39.109	420.594	181.476	12.352	306.639
1994	3.750	54.586	570.007	39.116	462.154	175.570	14.271	356.105
1995	3.806	54.586	621.914	41.979	508.483	166.824	14.926	418.154
1996	5.610	54.586	618.656	43.783	502.302	135.335	16.512	442.085
1997	3.750	58.233	650.616	45.786	513.442	162.758	14.574	461.871
1998	6.379	62.000	844.057	91.520	582.109	241.279	20.514	567.372
1999	5.968	62.000	973.052	94.613	661.618	284.575	19.970	635.933
2000	5.350	78.500	1025.322	99.706	763.155	354.859	21.799	629.588
2001	4.857	78.500	1154.946	99.138	897.205	418.765	33.634	694.410
2002	3.956	80.000	1344.441	102.685	999.953	476.907	35.321	792.342
2003	5.302	80.000	1544.729	105.917	1192.594	691.190	39.440	810.760
2004	4.895	80.000	1703.574	108.578	1352.223	759.536	42.128	902.705
2005	17.438	80.000	1973.263	124.230	1520.356	837.004	64.574	1026.394
2006	23.453	104.139	2300.325	178.078	1778.549	910.550	74.122	1371.114
2007	33.860	105.000	2519.987	207.583	2289.170	894.687	93.884	1717.057

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد الى الجدولين (1) و (7).

ملحق (2)

اجمالي الوضع المالي للنشاط المصرفي الاسلامي في السعودية للمدة (1990-2007) (مليون ريال سعودي)

السنوات	صافي الأرباح	رأس المال المدفوع	إجمالي الموجودات	حقوق الملكية	إجمالي الودائع	إجمالي النقد في الصندوق ولدى المصارف الاخرى	إجمالي الإيرادات	إجمالي الاستثمارات
1990	800.998	7631.200	34890.699	12174.726	16790.741	7195.036	1387.922	24337.520
1991	903.281	8444.341	36714.887	15300.619	18780.987	7791.429	1432.877	25499.364
1992	998.393	9488.865	38836.691	14476.610	19750.616	7695.226	1697.336	28691.345
1993	1042.041	10291.366	40584.224	15095.332	21111.600	8121.557	1895.732	29855.856
1994	1144.667	11676.978	41245.557	16052.991	21295.607	8749.012	2399.542	30117.505
1995	1426.322	11676.978	46339.874	17623.807	21955.466	9305.816	2591.563	31282.674
1996	1543.831	12030.940	48377.656	19350.321	23561.156	10201.601	2826.304	33671.308
1997	1600.022	12902.375	52067.741	20606.187	25392.275	10892.499	2834.750	36756.806
1998	1797.992	14345.959	55250.331	22301.912	27980.537	11496.031	3296.909	39856.533
1999	1865.082	14827.613	60922.856	23343.483	31991.585	11897.914	3568.087	40597.447
2000	2223.456	14499.023	66996.863	23841.400	35965.729	12120.676	3182.342	45050.552
2001	1886.177	14603.906	69990.260	24477.030	38836.494	12104.550	3666.581	48178.834
2002	1788.228	16003.088	80569.621	26868.793	45706.316	12007.031	4205.796	52449.059
2003	2366.646	17448.544	89665.380	30060.921	48137.148	11912.764	5382.163	61210.549
2004	3325.510	17549.580	104576.528	34180.813	61536.639	12092.442	6352.294	72833.057
2005	6243.739	19930.703	128270.108	39526.283	70648.135	18345.902	9416.999	89838.071
2006	8007.116	22798.380	140092.385	47668.024	73746.394	18431.747	11320.509	100775.269
2007	7391.713	31160.158	163595.028	54219.343	90376.212	20267.381	11166.348	118075.124

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد إلى الجدولين (14)و (20).

ملحق (3)

النماذج القياسية المقدرة لأثر الأداء المالي للمصارف الاسلامية الأردنية في مؤشرات سوق عمان المالي

1- $Y_1 = -29206 + 5163 X_1 + 5567 X_2 + 60102 X_3 + 708391 X_4$

t: (0.30) (0.26) (0.74) (4.95)

$R^2 = 71.7\%$ f = 8.21

$R^{-2} = 62.9\%$ D.W = 1.15

2- $Y_2 = -27077 - 254 X_1 + 24206 X_2 + 71696 X_3 + 541555 X_4$

t: -(0.02) (1.33) (1.04) (4.47)

$R^2 = 68.3\%$ f = 7.01

$R^{-2} = 58.6\%$ D.W = 1.14

3- $Y_3 = -64.7 + 18.1 X_1 + 75 X_2 + 19 X_3 + 1790 X_4$

t: (0.30) (0.99) (0.07) (3.57)

$R^2 = 60.3\%$ f = 4.94

$R^{-2} = 48.1\%$ D.W = 1.11

4- $Y_4 = -412 + 59 X_1 + 3 X_2 + 591 X_3 + 12325 X_4$

t: (0.19) (0.01) (0.40) (4.73)

$R^2 = 69\%$ f = 7.25

$R^{-2} = 59.5\%$ D.W = 1.12

ملحق (4)

النماذج القياسية المقدرة لأثر الأداء المالي للمصارف الاسلامية السعودية في مؤشرات سوق الأسهم السعودي

1-$Y_1 = 1792606 - 980648\ X_1 + 782609\ X_2 - 6683460\ X_3 + 7610112\ X_4$

t: -(0.17) (1.73) -(1.12) (0.77)

$R^2 = 75\%$ f = 9.73

$R^{-2} = 67.3\%$ D.W = 1.65

2-$Y_2 = -325661 - 31312879\ X_1 + 41816138\ X_2 + 17093938 X_3 - 2247889 X_4$

t: -(1.59) (2.71) (0.84) -(0.07)

$R^2 = 74.9\%$ f = 9.71

$R^{-2} = 67.2\%$ D.W = 0.98

3-$Y_3 = -137 - 1999 X_1 + 4683\ X_2 + 935\ X_3 - 2020\ X_4$

t: -(1.71) (4.89) (0.77) -(1.06)

$R^2 = 88.8\%$ f = 21.7

$R^{-2} = 84.7\%$ D.W = 1.73

4-$Y_3 = -364 - 3544\ X_1 + 2576\ X_2 + 2434\ X_3 - 470\ X_4$

t: -(2.55) (2.36) (1.7) -(0.20)

$R^2 = 74.7\%$ f = 9.58

$R^{-2} = 66.9\%$ D.W = 0.93

5- $Y_4 = 688 - 388\ X_1 + 3092\ X_2 - 2151\ X3 + 1308\ X_4$

t: -(0.17) (1.75) -(0.92) (0.34)

$R^2 = 68.5\%$ f = 7.07

$R^{-2} = 58.8\%$ D.W = 1.89

6- $Y_1 = 1889520 - 936283\ X_1 + 13563\ X_2 - 61251\ X_3 - 21994\ X_4$

t: -(0.19) (3.03) -(1.21) -(0.24)

$R^2 = 83.3\%$ f = 14.98

$R^{-2} = 77.8\%$ D.W = 2.23

7-$Y_4 = 726 - 371\ X_1 + 5356\ X_2 - 1931\ X_3 - 2564\ X_4$

t: -(0.2) (3.09) -(0.99) -(0.71)

$R^2 = 79.2\%$ f = 11.43

$R^{-2} = 72.3\%$ D.W = 2.67

ملحق (5)

معاملات الارتباط الجزئية للنماذج القياسية في سوق عمان المالي

اولاً: معاملات الارتباط الجزئية لنموذج القيمة السوقية

Y_1	X_1	X_2	X_3	X_4
X_1	0.361	0.064	0.063	0.839
X_2		0.164	-0.310	0.422
X_3			-0.579	0.110
X_4				-0.042

ثانياً: معاملات الارتباطات الجزئية لنموذج حجم التداول

Y_2	X_1	X_2	X_3	X_4
X_1	0.303	0.220	0.029	0.798
X_2		0.164	0.310	0.422
X_3			-0.579	0.110
X_4				-0.042

ثالثاً: معاملات الارتباط الجزئي لنموذج معدل دوران السهم

Y_3	X_1	X_2	X_3	X_4
X_1	0.386	0.293	-0.57	0.745
X_2		0.164	- 0.310	0.422
X_3			-0.579	0.110
X_4				-0.042

رابعاً: معاملات الارتباط الجزئي لنموذج المؤشر العام لاسعار الأسهم

Y_4	X_1	X_2	X_3	X_4
X_1	0.354	0.051	0.034	0.828
X_2		0.164	- 0.310	0.422
X_3			-0.579	0.110
X_4				-0.042

ملحق (6)

معاملات الارتباط الجزئية للنماذج القياسية في سوق الأسهم السعودي

اولاً: معاملات الارتباط الجزئية لنموذج القيمة السوقية

Y_1	**X_1**	**X_2**	**X_3**	**X_4**
X_1	-0.735	0.80	-0.725	0.704
X_2		-0.643	0.864	-0.647
X_3			-0.605	0.769
X_4				-0.478

ثانياً: معاملات الارتباط الجزئية لنموذج حجم التداول

Y_2	**X_1**	**X_2**	**X_3**	**X_4**
X_1	-0.712	0.823	-0.586	0.703
X_2		-0.643	0.864	-0.647
X_3			-0.605	0.769
X_4				-0.478

ثالثاً: معاملات الارتباط الجزئية لنموذج معدل دوران السهم

Y_3	**X_1**	**X_2**	**X_3**	**X_4**
X_1	-0.735	0.766	-0.538	0.691
X_2		-0.643	0.864	-0.647
X_3			-0.605	0.769
X_4				-0.478

رابعاً : معاملات الارتباط الجزئية لنموذج المؤشر العام لأسعار الأسهم

Y_4	X_1	X_2	X_3	X_4
X_1	-0.695	0.773	-0.696	0.645
X_2		-0.643	0.864	0.-647
X_3			0.605	0.769
X_4				-0.478

المصادر

أولا : المصادر العربية

* القران الكريم

أ : الكتب

1. احمد أبو الفتوح علي الناقة ، نظرية النقود والأسواق المالية، الطبعة الأولى، مطبعة الاشعاع الفنية للنشر والتوزيع، الإسكندرية – مصر، 2001.

2. احمد بن حسن الحسني ، صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، الإسكندرية – مصر، 1999.

3. احمد بن حمد الخليل ، الأسهم والسندات وأحكامها، الطبعة الأولى، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الدمام – السعودية، 2003.

4. احمد النجار ، حركة البنوك الإسلامية: حقائق الأصل وأوهام الصورة،الطبعة الأولى، شركة سبرينت، القاهرة- مصر، 1993.

5. احمد ماهر ، اقتصاديات الإدارة، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة – مصر، 1994.

6. ارشد فؤاد التميمي و أسامة سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2004.

7. إسماعيل إبراهيم البدوي ، التوزيـع والنقـود في الاقتـصاد الإسـلامي والاقتـصاد الوضعي، الطبعة الأولى، مجلس النشر العلمي في جامعة الكويت، الكويت، 2004.

8. أميرة حسب الله محمد ، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في البيئة العربية (دراسـة مقارنة)، الدار الجامعية، الإسكندرية – مصر،، 2005.

9. جمال خريس وآخرون، النقود والبنوك، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان – الأردن،2002.

10. جمال محمد شـاكر، التحليـل الإحـصائي للبيانـات باسـتخدام (SPSS)، الطبعـة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية – مصر، 2005.

11. جميل سالم الزيدانين، إدارة المؤسسات المالية المتخصصة، الطبعة الثانية ، دار زهران للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 1995.

12. حسين عصام، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيـع، عمان – الأردن، 2008.

13. حسني علي خريوش و آخرون ، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثانية، الشركة الدولية للخدمات المكتبية، عمان – الأردن، 1999.

14. حسني المصري ، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي و القانون المقارن، مطبوعات جامعة الكويت، الكويت، 1995.

15. خالد أمين عبد الله و حسين سـعيد سـعيفان، العمليـات المـصرفية الإسـلامية –

الطرق المحاسبية الحديثة -، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2008.

16. خالد وهيب الراوي ، الاستثمار (مفاهيم / تحليل / إستراتيجية)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 1999.

17. خليل الهندي و انطوان الناشف ، العمليات المصرفية والسوق المالي –الجزء الثاني-، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس – لبنان، 2000.

18. رشدي شحاتة ابو زيد، شركة المضاربة في احكام الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الاسكندرية – مصر، 2008.

19. رعد حسن الصون ، أساسيات التجارة الدولية المعاصرة – من الميزة المطلقة إلى العولمة والرفاهية الاقتصادية، الجزء الأول، سلسلة الرضا للمعلومات، دمشق- سوريا، 2000.

20. رفيق يونس المصري، بحوث في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار المكتبي للنشر والتوزيع، دمشق – سوريا، 2001.

21. زكريا محمد الفالح القضاة ، السلم والمضاربة من عوامل التيسير في الشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 1989.

22. زياد سليم رمضان و محفوظ احمد جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2003.

23. زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار (الحقيقي و المالي)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2002.

24. زينب حسين عوض الله ، الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية – مصر، 2004.

25. سي بول هالوود و رونالد ماكدونالد، النقود والتمويل الدولي، دار المريخ للنشر والتوزيع، تعريب د.محمود حسن حسني ومراجعة د. ونيس فرج، المملكة العربية السعودية، 2007.

26. صادق راشد ألشمري ، اساسيات الصناعات المصرفية الإسلامية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان – الأردن، 2008.

27. صلاح الدين حسن السيسي، الإدارة العلمية للمصارف التجارية وفلسفة العمل المصرفي المعاصر، الطبعة الأولى، دار الوسام للطباعة والنشر، بيروت – لبنان ، 1997.

28. طارق طه ، إدارة البنوك، منشورات المعهد العالي للإدارة والحاسب الآلي، الإسكندرية – مصر، 1999.

29. طارق عبد العال حماد ، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية – مصر، 1999.

30. طاهر حيدر حردان ، مبادئ الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 1997.

31. عائشة الشرقاوي، البنوك الإسلامية : التجربة بين الفقه والقانون والتطبيق، المركز الثقافي العربي، الدار البيضاء – المغرب، 2000.

32. عبد الجبار حميد السبهاني ، الوجيز في الفكر الاقتصادي الوضعي والإسلامي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن ، 2001.

33.عبد الحليم محمود كراجة ، محاسبة البنوك، الطبعة الأولى ، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2000.

34. عبد الرحمن يسري احمد ، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الدار الجامعية الإسكندرية – مصر، 2001.

35. عبد الرزاق رحيم الهيتي ، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان – الأردن ، 1998.

36. عبد العزيز شاكر الكبيسي، المصارف الإسلامية واهم التحديات المعاصرة، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية (معالم الواقع وآفاق المستقبل)، غرفة تجارة وصناعة دبي – الإمارات العربية المتحدة، المجلد الخامس، 2005.

37. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم – سندات – وثائق استثمارية – خيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية– مصر، 2005.

38. عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص ، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية الإسكندرية – مصر، 2005.

39. عبد الغفار حنفي ، البورصات (أسهم، سندات، وثائق استثمارية – خيارات)، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية – مصر، 2004.

40. عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية- مصر، 2007.

41. عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الثانية، دار البلاغ للنشر والتوزيع، مصر، 2005.

42. عبد المطلب عبد الحميد ، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة – مصر، 2001.

43. عبد المنعم السيد علي و نزار سعد الدين العيسى ، النقود والمصارف والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2004.

44. عبد النافع الزرري و غازي توفيق ، الاسواق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2001.

45. عبد الوهاب ابو سليمان ، عقد الإجارة، مصدر من مصادر التمويل الإسلامية – دراسة فقهية مقارنة، الطبعة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، جده – المملكة العربية السعودية، 1992.

46. عصام فهد العربيد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر والتوزيع، دمشق – سوريا، 2002.

47. عز الدين محمد خوجة ، صناديق الاستثمار الإسلامية، الطبعة الأولى ، مجموعة دلة البركة ، 1993.

48. عماد العاني ، اندماج الاسواق المالية الدولية (أسبابه، انعكاساته على الاقتصاد العالمي)، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، بغداد، 2002.

49. علاء الدين ابي بكر بن مسعود الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، دار الكتاب العربي، بيروت – لبنان، 1982.

50. علي احمد السالوس، المعاملات المالية في ميزان الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار الأعتصام للنشر والتوزيع، القاهرة- مصر، 1987.

51. علي عباس، ادارة الاعمال الدولية، الطبعة الاولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان-الاردن، 2007.

52. عوف محمد الكفراوي، البنوك الاسلامية: النقود والبنوك في النظام الاسلامي، مركز الاسكندرية للكتاب، مصر، 2001.

53. غازي فلاح المؤمني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2000.

54. غسان قلعاوي، المصارف الإسلامية ، ضرورة عصرية، الطبعة الأولى، دار المكتبي للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 1998.

55. فائق شقير و آخرون ، محاسبة البنوك، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والطباعة،

عمان – الأردن، 2002.

56. فادي محمد الرفاعي ، المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى ، منشورات الحلبي ، تقديم ريمون يوسف فرحات، لبنان ، 2004.

57. فريد النجار، الاستثمار بالنظم الاليكترونية والاقتصاد الرقمي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية – مصر، 2004.

58. فلاح حسن الحسيني و مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك – مدخل كمي واستراتيجي معاصر-، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2003.

59. فياض عبد المنعم حسنين ، بيع المرابحة في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة – مصر، 1996.

60. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009.

61. قيصر عبد الكريم الهيتي ، اساليب الاستثمار الإسلامي واثرها على الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار رسلان للنشر والتوزيع، دمشق – سوريا، 2006.

62. كارين أ.هورشر، أساسيات إدارة المخاطر المالية، مكتبة الحرية للنشر والتوزيع، تعريب د.عطا الله وراد خليل و د.محمد عبد الفتاح العشماوي، القاهرة- مصر، 2008.

63. كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، الطبعة الأولى، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية – مصر، 2006.

64. مجيد جاسم الشرع ، المراجعة عن المسؤولية الاجتماعية في المصارف الإسلامية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.

65. مجيد جاسم الشرع ، المحاسبة في المنظمات المالية – المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار اثراء للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2008.

66. محسن احمد الخضيري ، البنوك الإسلامية، الطبعة الثالثة ، دار ايتراك للنشر والتوزيع، جمهورية مصر العربية ، 1999.

67. محمد إبراهيم الشبلي و طارق إبراهيم الشبلي ، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، عمان – الأردن، 2000.

68. محمد احمد سراج، النظام المصرفي الإسلامي، دار الثقافة للنشر والتوزيع، القاهرة- مصر، 1989.

69. محمد اسحاق الفياض، البنوك – احكام البنوك والأسهم والسندات والأسواق المالية من وجهة نظر إسلامية، النجف الأشرف، بلا.

70. محمد سليمان الأشقر ، بيع المرابحة كما تجريه البنوك الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 1995.

71. محمد شيخون، المصارف الإسلامية : دراسة في تقويم المشروعية الدينية والدور

الاقتصادي والسياسي، الطبعة الأولى، دار وائل للنـشر والتوزيـع، عـمان-الأردن، 2002.

72. محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظريـة والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية – مصر، 2005.

73. محمد الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الاسلامية وكيف عالجها الاسـلام، دار الوفاء للنشر والتوزيع، المنصورة، جمهورية مصر العربية، 1990.

74. محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاسـتثمار في البنـوك الاسـلامية وكيـف عالجهـا الاسلام، دار الوفاء للنشر والتوزيع، المنصورة – مصر، 1990.

75. محمد عبد العزيز حسن ، الاجارة بين الفقه الاسلامي والتطبيق المعـاصر، الطبعـة الأولى، المعهد العالمي للفكر الاسلامي، القاهرة – مصر، 1996.

76. محمد علي التسخيري ، خمسون درسا في الاقتصاد الاسـلامي، الطبعـة الأولى، دار المشرق للثقافة والنشر، ايران، 2003.

77. محمد علي إبـراهيم العـامري، الإدارة الماليـة، الطبعـة الأولى، دار المنـاهج للنـشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2007.

78. محمد عمر شابرا ، نحو نظام نقدي عادل، الطبعة الثالثـة، المعهـد العـالمي للفكـر الاسلامي، القاهرة – مصر، 1992.

79. محمد عوض عبد الجواد و علي إبراهيم الشريفات ، الاستثمار في البورصة (أسهم-

سندات- اوراق مالية)، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2006.

80. محمد المبروك ابو زيد، التحليل المالي –شركات واسواق مالية –، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر والتوزيع، الرياض- المملكة العربية السعودية، 2009.

81. محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2006.

82. محمد مطر و فايز تيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2005.

83. محمد محمود العجلوني، البنوك الاسلامية احكامها ومبادئها وتطبيقاتها المصرفية، الطبعة الأولى، دار االمسيرة للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2008.

84. محمود حسن صوان ، أساسيات العمل المصرفي الاسلامي، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان – الأردن ، 2001.

85. محمود حسن صوان، أساسيات العمل المصرفي الاسلامي –دراسة مصرفية تحليلية مع ملحق بالفتاوى الشرعية-، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2008.

86. محمود حسين الوادي و حسين محمد سمحان، المصارف الاسلامية –الاسس النظرية والتطبيقات العملية –، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة،

عمان – الأردن، 2008.

87. محمود محمد الداغر ، الاسواق المالية (مؤسسات – اوراق – بورصات) ، الطبعة الأولى ، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2005.

88. محمود صبيح ، الابتكارات المالية – المؤسسات المالية الغائبة عن السوق المالي المصري، كلية التجارة – جامعة عين شمس، مصر، 1988.

89. محمود عبد الكريم احمد رشيد ، الشامل في معاملات المصارف الاسلامية، الطبعة الأولى ، دار النفائس للنشر والتوزيع ، عمان – الأردن ، 2001.

90. مصطفى كمال السيد طايل، القرار الاستثماري في البنوك الاسلامية، مطبعة غباشي، طنطا – مصر، 2006.

91. منصور بن يونس بن ادريس البهوتي ، كشاف القناع عن متن الامتناع، تحقيق محمد امين الضناوي، عالم الكتب، بيروت – لبنان، 1997.

92. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية – مصر، 2004.

93. منير إبراهيم هندي ، إدارة الاسواق والمنشات المالية،دار المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية– مصر، 2002.

94. منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية – مصر، 1999.

95. منير إبراهيم هندي ، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، الطبعة لاولى، الإسكندرية، مصر، 1999.

96. ناظم محمد الشمري ، النقود والمصارف، اصدارات جامعة الموصل، 1988.

97. نصر حمود مزنان فهد، اثر السياسات الاقتصادية في اداء المصارف التجارية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2009.

98. نظير رياض محمد الشحات ، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، جامعة المنصورة، مصر، 2007.

99. نعمة الله نجيب و اخرون، مقدمة في اقتصاديات النقود و الصيرفة والسياسة النقدية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية – مصر، 2001.

100. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفا للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2003.

101. وليد اسماعيل السيفو و احمد محمد مشعل ، الاقتصاد القياسي التحليلي بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2003.

102. يوسف حسين عاشور، إدارة المصارف الاسلامية، الطبعة الثانية، فلسطين، 2003.

ب: البحوث والدراسات

1- إبراهيم الدسوقي ابو الليل، الايجار المنتهي بالتمليك في القانون الوضعي والفقه الاسلامي، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية، غرفة صناعة وتجارة دبي - الامارات العربية المتحدة، المجلد الثالث، 2005.

2- إبراهيم عبد الرزاق الخولي ، مشكلة المتاخرات في البنوك الاسلامية (دراسة فقهية مقارنة)، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية (معالم الواقع و افاق المستقبل)، غرفة تجارة وصناعة دبي - الامارات العربية المتحدة، المجلد الخامس، 2005.

3- إبراهيم الكراسنة ، ارشادات في تقييم الاسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، ابو ظبي، الامارات، 2005.

4- إبراهيم موسى الورد، تحليل العلاقة السببية بين النمو الاقتصادي ونمو الاسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، جامعة بغداد، المجلد (12)، العدد (41)، 2006.

5- احمد سفر ، راس المال المخاطر ودوره في تطوير سوق راس المال الاسلامي، المؤتمر المصرفي العربي الاول للصيرفة الاسلامية، اتحاد المصارف العربية، بيروت – لبنان، 2004.

6- احمد سفر قاض ، العمل المصرفي الاسلامي اصوله وصيغه وتحدياته، اتحاد

المصارف العربية، بيروت – لبنان، 2004.

7- آندي جوبست وآخرون،التمويل الاسلامي يشهد توسعاً سريعاً،صندوق النقد الدولي، 2007.

8- تجربة بنك دبي الاسلامي في البيوع، بحث مقدم في المؤتمر الدولي للبنوك الاسلامية، صنعاء – اليمن، 1996.

9- جاسم علي سالم الشامسي، سوق إسلامية للاوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الاسلامية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات الاسلامية، غرفة تجارة وصناعة دبي، الامارات العربية المتحدة، المجلد الثاني، 2005.

10- حنان إبراهيم النجار، الية بناء مؤشرات سوق الاسهم الاسلامية ومتطلباته في أسواق المال العالمية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات الاسلامية، غرفة تجارة وصناعة دبي، الامارات العربية المتحدة، المجلد الرابع، 2005.

11- حسين ديكان درويش، اثر سعر الخصم في تحديد ربحية العائد على تكلفة الاستثمار، المجلة العراقية للعلوم الادارية، المجلد (1)، العدد (4)، 2002.

12- سامر سنقرط ، المقررات الجديدة للجنة بازل لراس المال، مجلة البنوك في الأردن، المجلد الثاني والعشرون، العدد التاسع، 2003.

13- سامي حسن حمود ، سندات المقارضة، ندوة المستجدات الفقهية في معاملات البنوك الاسلامية، عمان – الأردن، 1994 .

14- سامي سويلم ، صناعة الهندسة المالية (نظرات في المنهج الاسلامي)، ندوة الصناعة الاسلامية، الاكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري، الإسكندرية، مصر، 2000.

15- صفوت عبد السلام عوض الله ، صناديق الاستثمار الاسلامية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية،غرفة تجارة وصناعة دبي، الامارات، المجلد الثالث، 2005.

16- صلاح محمد علي زين الدين ، رؤية بعض الاكاديميين الالمان لواقع ومستقبل المؤسسات المالية الاسلامية، من بحوث المؤتمر السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية، غرفة صناعة وتجارة دبي، دولة الامارات العربية المتحدة، المجلد الرابع، 2005.

17- طارق الله خان و حبيب احمد ، إدارة الخطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الاسلامية، البنك الاسلامي للتنمية، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، جده – المملكة العربية لسعودية، 2003.

18- عاشور عبد الجواد عبد الحميد ، التمويل بالمشاركة في المؤسسات المالية الاسلامية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية، غرفة صناعة وتجارة دبي – الامارات العربية المتحدة، المجلد الرابع ، 2005.

19- عبد الله بن إبراهيم الموسى ، التمويل بين العينة والتورق، من بحوث المؤتمر

العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية، غرفة صناعة وتجارة دبي، الامارات العربية المتحدة، المجلد الرابع، 2005.

20- عبد الله بن سليمان الباحوث ، الاثار الاقتصادية للتورق المصرفي المنظم، من بحوث المؤتمر السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية ، غرفة صناعة وتجارة دبي، الامارات العربية المتحدة، المجلد الرابع، 2005.

21- عبد الستار ابو غده ، صناديق الاستثمار الاسلامية - دراسة فقهية تاهيلية موسعة-، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية، غرفة تجارة وصناعة دبي، الامارات العربية المتحدة ، المجلد الثاني، 2005.

22- عبد العزيز الخياط، عقد السلم والتطبيق المصرفي، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد (2)، العدد (4)، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية في عمان،الأردن، 1994.

23- عبد العزيز شاكر الكبيسي ، المصارف الاسلامية واهم التحديات المعاصرة، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية (معالم الواقع وافاق المستقبل)، غرفة تجارة وصناعة دبي – الامارات العربية المتحدة، المجلد الخامس، 2005.

24- عثمان بابكر ، نمو الصناعة المصرفية الاسلامية والتحديات التي تواجهها، اتحاد المصارف العربية، بيروت – لبنان، 2002.

25- علاء الدين زعتري ، المصارف الاسلامية في عصر العولمة،من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية (معالم الواقع وافاق المستقبل)، غرفة صناعة وتجارة دبي، دولة الإمارات العربية المتحدة، المجلد الخامس، 2005.

26- علي محيي القره داغي ، الاسس الشرعية لتوزيع الخسائر والارباح في البنوك الاسلامية، مجلة الاقتصاد الاسلامي، العدد 255، 2002 .

27- عيسى محمد الغزالي ، تحليل الاسواق المالية، المعهد العربي للتخطيط، السنة الثالثة، العدد (27)، الكويت، 2004.

28- فائق جبر النجار ، قياس كفاءة الاداء للمؤسسات المالية المصرفية الاسلامية، مجلة البنوك في الأردن، جمعية البنوك الاردنية، المجلد الخامس والعشرون، العدد الاول، عمان – الأردن، 2006.

29- فائق جبر النجار ، مقدمة عن الاسواق المالية وكفاءتها، مجلة البنوك، المجلد (21)، العدد (4)، عمان – الأردن، 2002.

30- فخري الدين الفقهي ، دليل الاستثمار في صناديق الاستثمار، وكالة الانباء الكويتية (كونا)، الكويت، 1996.

31- كوثر عبد الفتاح الابجي ، تقييم الاداء في البنوك الاسلامية باستخدام التحليل الكمي، مجلة الاقتصاد الاسلامي، السنة الحادية عشر، العدد 127، 1992.

32- لوقا اريكو و ميترا بخش ، النظام المصرفي الاسلامي، قضايا مطروحة بشان قواعد التنظيم الاحترازي والمراقبة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الاسلامي، المملكة العربية السعودية، المجلد (13)، 2001.

33- ماجدة احمد شلبي ، مستقبل الصناعة المصرفية في ظل التحديات الدولية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية، غرفة صناعة وتجارة دبي – الامارات العربية المتحدة، المجلد الخامس، 2005.

34- محمد سيف الدين حجازي ، نظرة فقهية للبيوع والايجارات في الشريعة الاسلامية، بحث مقدم في المؤتمر الدولي للبنوك الاسلامية، صنعاء – اليمن، 1996.

35- محمد صفوت قابل ، اثار تحرير الخدمات المالية على البنوك الاسلامية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية (معالم الواقع وافاق المستقبل)، غرفة تجارة وصناعة دبي – دولة الامارات العربية المتحدة، المجلد الخامس، 2005.

36- محمد عبده محمد مصطفى ، راس المال المخاطر – استراتيجية مقترحة للتعاون بين المصارف الاسلامية-، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية، غرفة صناعة وتجارة دبي – دولة الامارات العربية المتحدة، المجلد الخامس، 2005.

37- محمد علي القري ، مرابحات السلع الدولية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية، غرفة صناعة وتجارة دبي – الامارات

العربية المتحدة، المجلد الرابع، 2005.

38- محمد علي يوسف ، تطبيق قاعدة ازالة الغبن في التمويل بصيغة السلم، مجلة المصرفي، العدد (13)، بنك السودان – الخرطوم، 1997.

39- محمد فضل ملحم ، قياس وتحليل كفاءة البنوك الاردنية، مجلة البنوك في الادرن، المجلد الثاني والعشرون، العدد التاسع، 2003.

40- محمود عبد السلام عمر ، لجنة بازل بين التوجهات القديمة والحديثة ، مجلة الدراسات المالية والمصرفية ، المجلد الرابع، العدد الاول ، 1996.

41- مصطفى علي احمد ، صناديق الاستثمار، مزاياها، انواعها، التكيف الشرعي، ضمن ابحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر، جامعة الازهر، مركز صالح عبد الله كامل، الجزء الثاني، مصر، 1997.

42- منذر قحف ، سندات الاستثمار المتوسطة والطويلة الاجل، من بحوث الندوة الفقهية الخامسة التي نظمها بيت التمويل الكويتي، الكويت، 1998.

43- منير إبراهيم هندي ، الاسواق الحاضرة والمستقبلية لاسواق الأوراق المالية واسواق الاختيار واسواق العقود المستقبلية، مجلة الإدارة والاقتصاد، مجلس الامانة للوحدة العربية، العدد/ 20، 2000.

44- مهدي الكيلاني، استراتيجيات التغير في العمل المصرفي، من بحوث المؤتمر العلمي الرابع (استراتيجيات الاعمال في مواجهة تحديات العولمة)، كلية العلوم الادارية

والمالية – جامعة فيلادلفيا، الأردن، 2005.

45- نزار كاظم و سالم جلال ، تدعيم راسمال المصارف العربية وفقا لمقررات بازل الدولية، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد السادس، العدد الثاني، 2004.

46- وليد خالد الشايجي و عبد الله يوسف الحجي ، صكوك الاستثمار الشرعية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية، غرفة تجارة وصناعة دبي – دولة الامارات العربية المتحدة، المجلد الثالث، 2005.

47- وليد هويمل عوجان ، إدارة المؤسسات المالية الاسلامية في عصر العولمة، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية، غرفة صناعة وتجارة دبي – دولة الامارات العربية المتحدة، المجلد الخامس، 2005.

48- وهبة مصطفى الزحيلي ، صيغ التمويل والاستثمار، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية، غرفة صناعة وتجارة دبي – الامارات العربة المتحدة، المجلد الثالث، 2005.

ج : الرسائل والاطاريح

1- عباس كاظم الدعمي ، اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة الكوفة، 2008.

2- مثنى عبد الرزاق الدباغ ، تاثير الاسواق المالية في النمو الاقتصادي لبلدان نامية مختارة، اطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، 2006.

3- نوري عبد الرسول الخاقاني ، المصرفية الاسلامية- الاسس النظرية ومشاكل التطبيق-، اطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، 2002.

د : القوانين والتقارير والنشرات

1- البنك الاسلامي الاردني، التقارير السنوية من عام (1990 – 2008).

2- البنك العربي الاسلامي الدولي، التقارير السنوية للاعوام من (1998 – 2007).

3- البنك الاسلامي للتنمية، التقارير السنوية للأعوام من (1990 – 2007).

4- بورصة عمان، "نحو الاستثمار في مستقبل افضل"، نشرة تعريفية صادرة عن سوق الأوراق المالية الاردنية، 2004.

5- التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 1996، ملحق (8/ 1).

6- شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، التقارير السنوية للأعوام من (1990–2007).

7- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للاعوام من (1990 – 2008).

8- قانون سوق عمان المالي رقم (1) لعام (1990) المعدل بموجب القانون رقم (31) لعام (1993).

9- مؤسسة النقد العربي، التقرير السنوي لعام (2006) .

10- هيأة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، المعيار الشرعي رقم (17)، "صكوك الاستثمار"، المنامة، 2003.

هـ- الانترنت

1- موقع بورصة عمان الالكتروني: (http://www.ase.com.jo) .

2- موقع سوق الاسهم السعودي الاليكتروني (تداول):
(http://www.tadawul.com.sa)

3- المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية: (www.iskamicfi.com)

4- الموقع الاليكتروني للبنك الاسلامي للتنمية : www.ISDB.ORG

ثانيا : المصادر باللغة الانكليزية

A: Books

1- Bain, K.,&Howells, P., "Money, Banking, and finance", prentice Hall, Malaysia, 1998.

2- David, F.,Concepts of strategic Management, 8th Edition, Prentice – Hall, 2001.

3- David S. kidwell & Richard L. Peterson, Financial Institutions; Markets and money, 3rd Edition, C.B.S, Collage Publishing The Dryden Press, Hdt, Winston, 1996.

4- Elton,j. Edwin and Gruber, j. Martin," Modern portfolio theory and Investment analysis" 5th ed. John Wily & sons, Inc,1995.

5- Frank,K., Reilly & Keith, C., Brown, "Investment–Analysis and portfolio management ", 7th ed.,Australia Thomson, south western, 2003 .

6- Frederic S, Mishkin, the Economic of Money, Banking and Financial Market, 6th Edition, Addison – Wesley, U.S.A, 2001.

7- Gerry Johnson & Keven Scholes, Exploring Corporate Strategy, 5th, Prentice Hall Europe, 1999.

8- Gordan J. Alexander, William F. Sharp & Jeffery, V. Bailey Fundamentals of Investments, 2nd Edition, Prentice, Hall, New Jersey, 1993.

9-Gujarati, Damodar N., Basic Econometrics, 3rd ed, McGraw Hill, Inc, Singapore, 1995.

10- Jones, p. Charles,"Investment: Analysis and Management", 7th, ed., John Wiley& sons, INC,2000.

11- MC- Menamin, Jim,"Financial Management", Rutledge, pud-inc,London and M.Y,1999.

12- Macmenamin J., Financial Management, First Edition, Rutledge, 1999.

13- Peter Howells & Keith bain The Economics of Money Banking and Finance, Addison Wesley Long men, 1998.

14- Richard, L., Corporate strategy, second Edition,Pearson Education Limited, New York, U.S.A s, 2000.

15- Robert, W. Kolb, " Futures, options and Swaps", 3rd Edition, Black well Publishers Inc., 2000.

16- Rusell J. Fuller & Jannes Farrell, Modern Investment and security Analysis, Mc Grow Hill, U.S.A, 1987.

17- Saunders, A. & Cornett, M. “Financial Market and Institutions: A modern perspective”, McGraw- Hill, Singapore 2001.

18- Terry, J., Watsham, "Futures and options in risk management", second edition, International Thomson business press, 1998 .

B: Researches and Articles

1- AL – Amine, M.M, “The Islamic Bonds Market; Possibilities and Challenges”, International Journal of Islamic Financial Services, Vol.3 No. 1, 2001.

2- Bates, Timpthy, and William Bedford, " An analysis to the portfolio behavior of Balk- Owned commercial Bank", Journal of finance, No. 3 , 1996.

3- Bennaceur, S. & Ghazouani, S., Stock Market, Banks and Growth in some MENA Region Countries, 2003. “www.erf.org/financial Markets - background .

4- Corporate, G. Howells, P. and Soliman, A., Endogenous Growth Models

and Stock Market Development Evidence rom four countries, 2003.

5- Levine, R., “International Financial Liberalization and economic Growth, Review if international Economic, Vol 9 No: 4, 2001.

6-Ross Levine & Sara Zervos, Capital Control Liberalization and stock market Development, The W.B, policy research, working paper, Washington, 1996.

7-Santomero, A.,"Financial Innovation and Bank risk taking, Journal of economic behavior and organization, Vol. 3, 1998.

8- S. Haron, A Comparative study of Islamic Banking Practices, J. KAU: Islamic Economic, Vol. 10, 1998.

9- Taimur, Baiy & Maumohan, S. Kumar, Fiscal and Monetary Nexus in emerging market economies, I.M.F, working paper, 2006.

C: Reports

1- International Monetary found, International Capital Market Department, Global Markets analysis, division, working paper, 2006.

2- The International Association Of Islamic Banks, Directory Of Islamic Banks, directory of Islamic Banks and Financial Institutions, 1996.